

CitiWeekly

Słabszą produkcję zrównoważy lepsza sprzedaż ?

- W tym tygodniu poznamy najnowsze dane o sprzedaży detalicznej. Według naszych szacunków sprzedaż wzrosła w czerwcu o 4,5% r/r wobec 3,8% r/r w maju. Choć nasza prognoza jest nieznacznie wyższa od oczekiwań rynkowych to widzimy asymetryczne ryzyko w dół z uwagi na słabsze od prognoz dane o płacach za czerwiec publikowane w ubiegłym tygodniu (wzrost płac spowolnił w czerwcu do 3,5% r/r z 4,8% r/r w) oraz braku poprawy w aktywności kredytowej według danych o podaży pieniądza za czerwiec.
- Inflacja wzrosła w czerwcu do 0,3% r/r, co było powyżej naszego szacunku 0,1% r/r oraz konsensusu rynkowego na poziomie 0,2% r/r. W górę zaskoczyły przede wszystkim ceny w kategorii łączność, co podwyższyło też inflację netto to 1% r/r. Oczekujemy obecnie spadku inflacji poniżej zera w lipcu i sierpniu oraz bardzo stopniowego wzrostu w kolejnych miesiącach do ok. 0,4% r/r na koniec roku oraz w okolicach celu inflacyjnego na koniec przyszłego roku.
- Wzrost produkcji przemysłowej spowolnił w czerwcu do 1,7% r/r i był słabszy od oczekiwań (konsensus: 3,7% r/r; Citi: 4,4% r/r). Z kolei bliski oczekiwań okazał się wzrost produkcji budowlanej.
- Słabsze od oczekiwań dane o produkcji i płacach najprawdopodobniej nie wpłyną istotnie na decyzje RPP dotyczące stóp procentowych w najbliższym czasie.
- Dane o bilansie płatniczym za maj pokazały nieco większy niż oczekiwano spadek nadwyżki w obrotach bieżących. Stopniowe zmniejszanie się deficytu ma pozytywny wpływ na złotego, ale poprawiający się popyt krajowy będzie prowadził do większego deficytu w obrotach bieżących w kolejnych miesiącach.

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

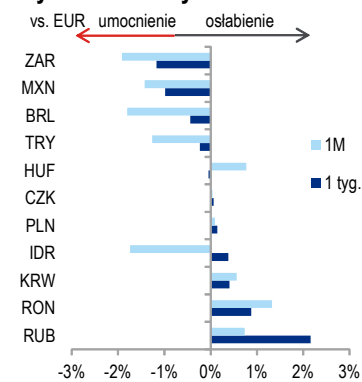
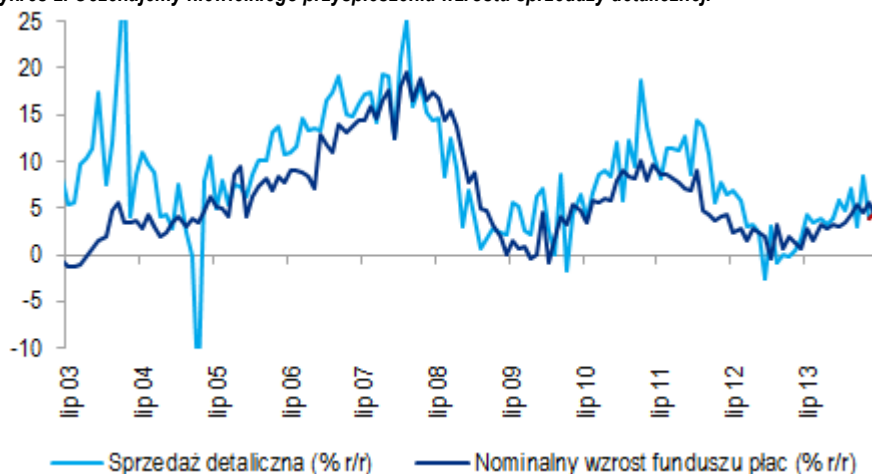


Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
III KW 14	4,22	3,06	5,41	1,38	2,50	0,15	2,72	3,80	1,45	2,70
III KW 15	4,17	3,04	5,35	1,37	2,50	0,15	2,73	4,40	1,55	3,15

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 25.6.2014 r.

Wykres 2. Oczekujemy niewielkiego przyspieszenia wzrostu sprzedaży detalicznej.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
22 lip WTOREK							
14:30	USA	CPI	% r/r	VI	0.4	0.3	0.4
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VI	5.05	4.99	4.89
23 lip ŚRODA							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	4.5	4.0	3.8
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	VII	12.0	12.1	12.5
12:00	PL	Aukcja obligacji					
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	VII	-7.2	-7.5	-7.5
24 lip CZWARTEK							
03:45	CN	Wstępny indeks PMI	pkt	VII		51.0	50.7
10:00	EMU	Wstępny indeks PMI dla przemysłu	pkt	VII	51.6	51.7	51.8
10:00	EMU	Wstępny indeks PMI dla usług	pkt	VII	53.2	52.7	52.8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	VII	300	310	302
15:45	USA	Wstępny indeks PMI	% m/m	VII		-5.8	18.6
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	VII	475	480	504
25 lip PIĄTEK							
11:00	DE	Indeks Ifo	pkt	VII	108.7		109.7
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	VI	-1.0	0.4	-0.9

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

Zapowiedź tygodnia

Sprzedaż detaliczna

Według naszych szacunków w czerwcu sprzedaż detaliczna wzrosła o **4,5% r/r wobec 3,8% r/r w maju**. Sprzedaż samochodów będzie prawdopodobnie negatywnie wpływała na dane wyniki sprzedaży ogółem, ale oczekujemy pewnej poprawy w sprzedaży żywności (w ujęciu rocznym). Biorąc pod uwagę rosnące zatrudnienie, silny wzrost płac realnych oraz korzystne trendy w koniunkturze konsumentów, oczekujemy, że wzrost sprzedaży detalicznej pozostanie stosunkowo silny w nadchodzących miesiącach osiągając średnio 5,8% r/r w II poł. 2014 r.

Miniony tydzień

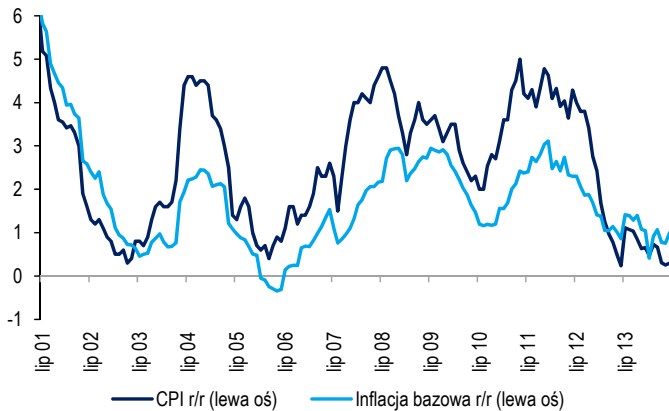
Inflacja

Inflacja wzrosła w czerwcu do **0,3% r/r**, co było wynikiem powyżej naszego szacunku **0,1% r/r** oraz konsensusu rynkowego na poziomie **0,2% r/r**. Dynamika cen żywności była trochę wyższa niż zakładaliśmy, choć ten efekt był zniesiony przez niższą dynamikę cen w innych kategoriach koszyka inflacyjnego. Jednak, to co zaskoczyło najbardziej i co

przyczyniło się do wyższego od oczekiwań odczytu inflacji, to wzrost cen w kategorii łączność (o 2,4% m/m), związany ze wzrostem cen usług operatorów komórkowych.

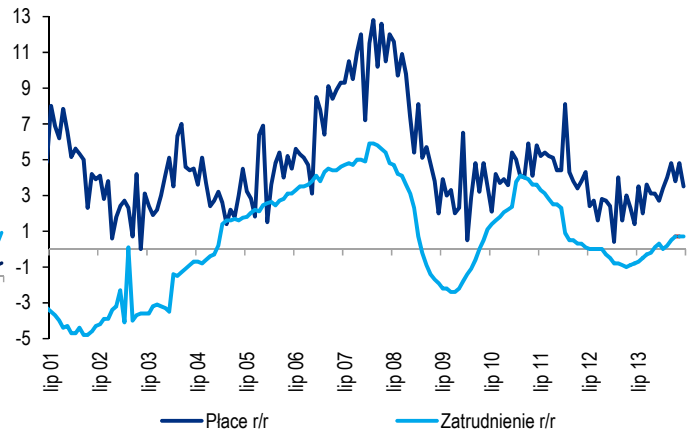
Oczekujemy spadku inflacji poniżej zera w lipcu i sierpniu oraz jej bardzo stopniowego wzrostu w kolejnych miesiącach do ok. 0,4% r/r na koniec roku oraz w okolice celu inflacyjnego na koniec przyszłego roku. Pozytywna niespodzianka inflacyjna wspiera scenariusz zakładający, że mimo bardzo niskiej bieżącej inflacji RPP nie zdecyduje się na dalsze złagodzenie polityki pieniężnej, które jest wyceniane przez rynek. Naszym zdaniem obniżka stóp byłaby możliwa i miałaby wpływ na gospodarkę oraz na inflację dopiero w perspektywie kilku kwartałów i obecnie miałaby charakter procykliczny. Ponadto wbrew powszechnej opinii realna stopa procentowa nie jest zbyt wysoka biorąc pod uwagę oczekiwaną inflację za 12 miesięcy znacznie przewyższającą bieżącą inflację. Ponadto komentarze członków RPP sugerują, że nie istnieje większość niezbędna do dalszych redukcji stóp procentowych. Naszym zdaniem, aby RPP zdecydowała się na obniżkę stóp procentowych złoty złoty musiałby się umocnić wyraźnie poniżej 4,00 wobec euro, wzrost gospodarczy musiałby się osłabić znacznie bardziej niż wskazują na to ostatnio publikowane dane a deflacja musiałaby być dużo głębsza i dłuższa od oczekiwań. Podtrzymujemy naszą prognozę braku zmian stóp procentowych w najbliższych kilku kwartałach.

Wykres 3. Podstawowy wskaźnik inflacji i inflacja bazowa



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. Zatrudnienie i płace



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

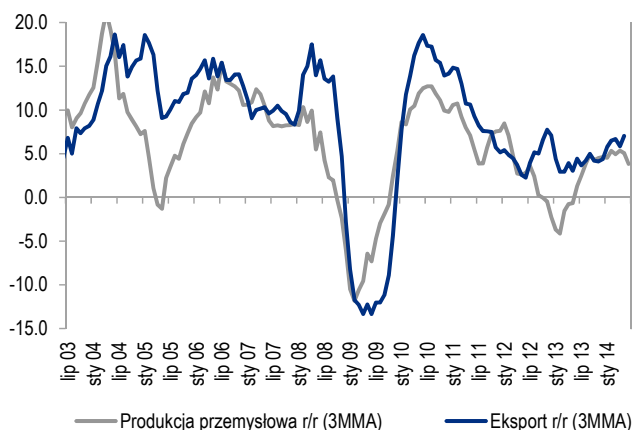
Rynek pracy

Wzrost płac spowolnił w czerwcu do 3,5% r/r z 4,8% r/r w maju, podczas gdy wzrost zatrudnienia ustabilizował się na poziomie 0,7% r/r trzeci miesiąc z rzędu. Wzrost płac był niższy od oczekiwań na poziomie 4,7%, a także poniżej naszej prognozy 4,6% r/r. Choć dane z rynku pracy za czerwiec były nieco niższe od prognoz nie ma istotnego argumentu wskazującego na słabość rynku pracy w przyszłych okresach. Co więcej, pomimo osłabienia wzrostu funduszu płac w czerwcu, realny wzrost funduszu płac za II kwartał przyspieszył do 4,5% r/r z 3,6% w I kwartale, co powinno się przełożyć na mocniejszą konsumpcję w II kwartale. Oczekujemy także dalszej stopniowej poprawy warunków na rynku pracy i konsumpcji w kolejnych kwartałach.

Produkcja przemysłowa

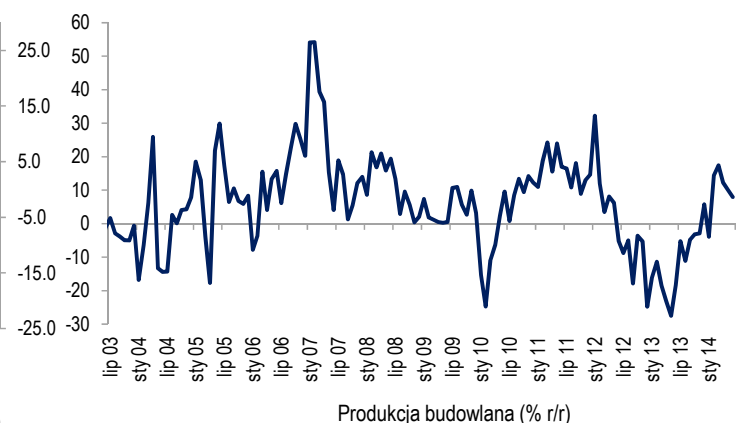
Wzrost produkcji przemysłowej spowolnił w czerwcu do 1,7% r/r i był słabszy od oczekiwań (konsensus: 3,7% r/r; Citi: 4,4% r/r). Według GUS osłabienie w produkcji wynikało ze słabszego wzrostu eksportu. Z kolei wzrost produkcji budowlanej pozostał stosunkowo mocny (8% r/r), co było zbliżone do oczekiwań rynkowych. Szczegółowe rozbieżności sugeruje także wysoką aktywność w budownictwie infrastrukturalnym (24,7% r/r), co dobrze wróży inwestycjom w II kwartale. Choć najnowsze dane z sektora przetwórczego sugerują osłabienie aktywności w II kwartale, inne sektory gospodarki zachowują się dosyć dobrze. W szczególności, choć średnio produkcja przemysłowa spowolniła w II kwartale, realny wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył znacząco i wzrost produkcji budowlanej był szybszy w I kwartale. Nasze szacunki sugerują, że to powinno pomóc zrównoważyć wpływ słabej aktywności w sektorze przetwórczym i według naszych modeli te dane mogą wskazywać na wzrost gospodarczy porównywalny do zanotowanego w I kwartale (ok. 3,5% r/r). Jednak biorąc pod uwagę to, że dane z sektorów dla których nie ma wiarygodnych danych mogły być słabsze od oczekiwań zakładamy w naszym scenariuszu bazowym, że wzrost PKB w II kwartale wyniósł ok. 3-3,2% r/r.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa i eksport (3-miesięczna średnia ruchoma)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Produkcja budowlana



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Bilans obrotów bieżących

Saldo w rachunku obrotów bieżących w maju pogorszyło się bardziej niż oczekiwano, a nadwyżka wyniosła prawie 0,3 mld euro, wobec konsensusu na poziomie 0,5 mld euro oraz nadwyżki 0,9 mld euro w kwietniu. Pogorszenie salda w porównaniu z poprzednim miesiącem było związane przede wszystkim ze zmniejszeniem nadwyżki handlowej, podczas gdy w przypadku sald transferów i dochodów odnotowano niewielką pozytywną niespodziankę.

Skala poprawy w rachunku bieżącym jest widoczna w przypadku skumulowanego dwunastomiesięcznego salda, które wyniosło -0,7% PKB (deficyt). Nawet po uwzględnieniu salda błędów i opuszczeni, a więc składnika nie wyjaśnionego w danych o bilansie płatniczym – deficyt za ostatnie dwanaście miesięcy nieznacznie przekroczył 2% i jest z nawiązką rekompensowany przez napływ stabilnego kapitału w formie funduszy

unijnych. Ta korzystna struktura finansowania deficytu powoduje, że złoty jest relatywnie mniej podatny na szoki rynkowe i odpływ kapitału portfelowego.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	8	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	14 376
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	8.4
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	2.8
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	6.6
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	7.5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	0.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.3
Płace nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.8
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	3.95
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.13
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.06
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.26
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.19
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-6.6	-9.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-1.7
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	3.0
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	233.5
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	230.4
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	6.3
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-24.6
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	92.3
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	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	30.4

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.
