

28 lipca 2014 □ 6 stron

CitiWeekly

Druga połowa będzie lepsza?

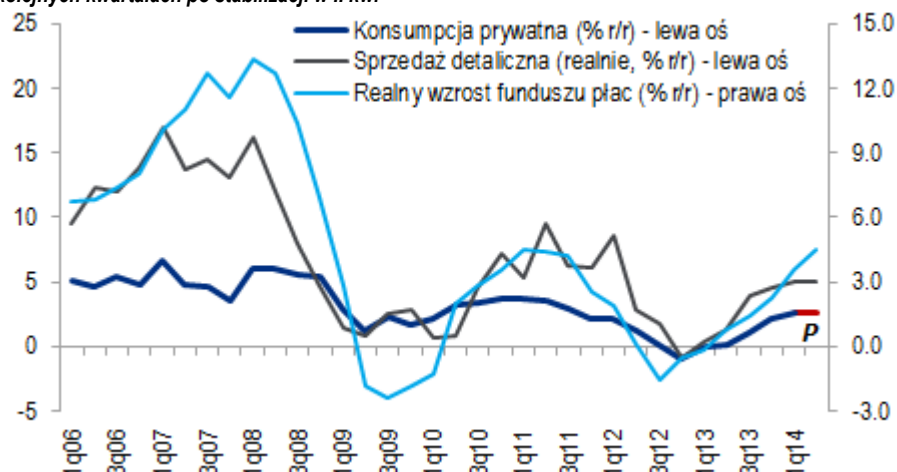
- Pod koniec tygodnia poznamy najnowszy wynik indeksu koniunktury w przemyśle (PMI). Zachowanie wskaźników u głównych partnerów handlowych, tj. strefy euro i Niemiec daje mieszane sygnały, co do dalszego zachowania PMI dla Polski.
- W naszym podstawowym scenariuszu wciąż zakładamy, że po przejściowym osłabieniu wzrostu PKB do ok. 3% r/r w II kw., wzrost gospodarczy przyspieszy w II poł. roku.
- Za osłabieniem aktywności gospodarczej w II kwartale przemawiają ostatnio publikowane dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, które zaskoczyły negatywnie przez dwa miesiące z rzędu. Sprzedaż detaliczna nieoczekiwanie spowolniła w czerwcu do 1,2% r/r z 3,8% r/r w maju.
- Z kolei dalsza stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy, odzwierciedlona przez przyspieszenie nominalnego i realnego wzrostu funduszu płac oraz przez szybszy od oczekiwań spadek stopy bezrobocia sygnalizuje, że w II połowie roku najprawdopodobniej dojdzie do dalszego przyspieszenia wzrostu konsumpcji.
- W obecnej sytuacji sądzimy, że prawdopodobieństwo obniżki stóp wzrosło, ale wciąż w bazowym scenariuszu zakładamy brak zmian stóp w najbliższych kwartałach. Naszym zdaniem do ewentualnej obniżki stóp mogłoby dojść w sytuacji kolejnych negatywnych niespodzianek z gospodarki, głębszego spadku inflacji lub dużej presji na umocnienie złotego.
- W tym tygodniu do najważniejszych wydarzeń należeć będzie także posiedzenie FOMC, na którym skup aktywów zostanie najprawdopodobniej po raz kolejny ograniczony o 10 mld \$. Ponadto poznamy odczyty PMI/ISM dla przemysłu w strefie euro i USA oraz dane o zatrudnieniu z USA, które mogą zaskoczyć negatywnie. Dla rynków finansowych istotny pozostanie konflikt rosyjsko-ukraiński, szczególnie w kontekście możliwości wprowadzenia dalszych sankcji wobec Rosji.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
III KW 14	4,17	3,14	5,35	1,33	2,50	0,15	2,72	3,80	1,45	2,70
III KW 15	4,20	3,09	5,38	1,36	2,50	0,15	2,73	4,40	1,55	3,15

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dn. 25.7.2014 r., pozostałe z dn. 25.6.2014 r.

Wykres 2. Poprawa sytuacji na rynku pracy wspiera scenariusz dalszego ożywienia konsumpcji w kolejnych kwartałach po stabilizacji w II kw.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

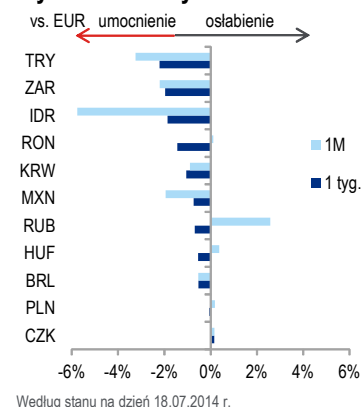
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 18.07.2014 r.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	5

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
28 lipPONIEDZIAŁEK							
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	VII		59.8	61.0
29 lipWTOREK							
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller 20	% r/r	V		10.0	10.80
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	VII	86.0	85.5	85.2
30 lipŚRODA							
11:00	EMU	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	VII	101.8	101.9	102
14:15	USA	Raport ADP	tys.	VII		230.0	281
14:30	USA	PKB	% SAAR	II kw.	3.0	3.0	-2.9
20:00	USA	Decyzja Fed	%	VII	0.25	0.25	0.25
20:00	USA	Decyzja Fed	Ograniczenie zakupów aktywów o 10 mld USD (25 mld vs 35 mld)				
31 lipCZWARTEK							
11:00	EMU	HICP	% r/r	VII	0.3	0.5	0.5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	280	302	284
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	VII		63.0	62.6
1 siePIĄTEK							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	VII		50.4	50.3
10:00	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	VII	51.9	51.9	51.8
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VII	200	231	288
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VII	6.1	6.1	6.1
14:30	USA	Wydatki osobiste	%	VII	0.6	0.4	0.2
14:30	USA	Dochody osobiste	%	VII	0.4	0.4	0.4
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	VII	83.0	81.5	81.3
16:00	USA	Indeks ISM dla przemysłu	pkt	VII	56.5	56.0	55.3

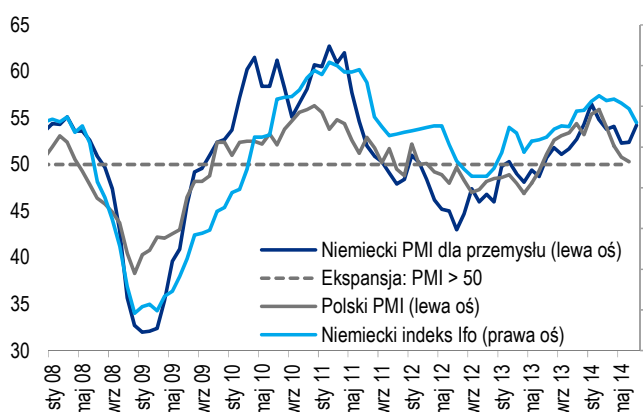
Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedź tygodnia

PMI – mieszane sygnały z Niemiec i strefy euro

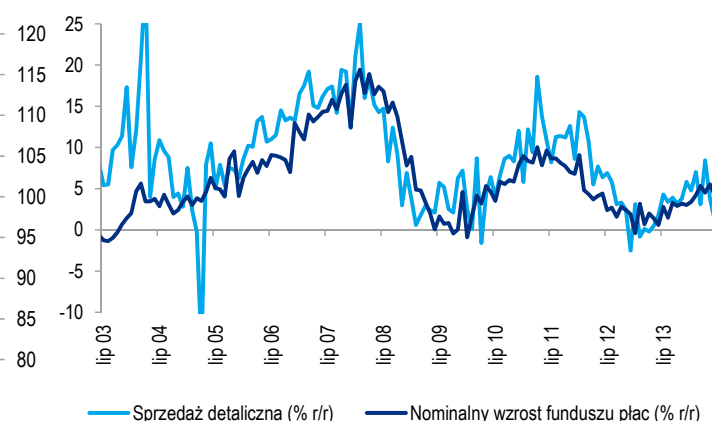
Pod koniec tygodnia opublikowany zostanie indeks PMI dla polskiego sektora przetwórczego. W ostatnich miesiącach PMI spadł niebezpiecznie blisko granicznego poziomu 50 punktów (czerwiec: 50,3), głównie za sprawą spadku indeksu PMI w Niemczech oraz pogorszenia zamówień eksportowych. Wstępne dane o niemieckim PMI sugerują jednak niewielkie odbicie w aktywności gospodarczej największego partnera handlowego Polski. Z drugiej strony indeks Ifo za lipiec rozczarował.

Wykres 3. Indeksy aktywności dla Niemiec i Polski



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. Wzrost sprzedaży detalicznej i nominalny wzrost funduszu płac



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Fed znów ograniczy skup aktywów

Na środę zaplanowano posiedzenie FOMC, podczas którego Komitet Otwartego Rynku zadecyduje o tempie zakupów aktywów przez Fed. Oczekiwania rynkowe z ankiety agencji Bloomberg wskazują na ograniczenie tempa zakupów o 10 mld USD (z 35 mld do 25 mld), przy czym redukcja będzie rozłożona po połowie między obligacje skarbowe US oraz MBS.

Miniony tydzień

Sprzedaż detaliczna słabsza, ale konsumpcja przyspieszy w III kw.

Wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił w czerwcu do 1,2% r/r z 3,8% r/r w poprzednim miesiącu i był niższy niż oczekiwano (Citi: 4,5% r/r; Bloomberg: 4%). Słaby wynik był jedynie częściowo związany z zakupami dóbr trwałych w związku ze spadkiem sprzedaży samochodów po wprowadzeniu zmian w podatku VAT. Ten czynnik został przez nas wcześniej uwzględniony w prognozie, natomiast głównym źródłem niespodzianki były zaskakujące dane o „bazowej” sprzedaży, tj. po wykluczeniu samochodów i żywności.

Ostatnio publikowane dane o sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej sugerują, że wzrost gospodarczy w II kwartale będzie prawdopodobnie słabszy niż 3,4% r/r zanotowane w I kwartale. Jednak sytuacja na rynku pracy cały czas się poprawia, co ogranicza ryzyko dalszego spowolnienia. Stopa bezrobocia obniżyła się w czerwcu nieco bardziej niż oczekiwano i wyniosła 12% (12,4% po korekcie o czynniki sezonowe), podczas gdy realny wzrost funduszu płac przyspieszył znacząco. Biorąc to pod uwagę uważamy, że wzrost gospodarczy spowolnił w II kwartale (do ok. 3% r/r) jedynie przejściowo po imponującym I kwartale, a w kolejnych kwartałach oczekujemy przyspieszenia wzrostu PKB.

Sądzymy, że w reakcji na słabsze od oczekiwań dane RPP będzie pod presją, aby rozważyć obniżkę stóp procentowych. Jednak sądzymy, że biorąc pod uwagę ożywienie popytu krajowego RPP będzie wolała odłożyć

dyskusję nad zmianą stóp przynajmniej do października-listopada, gdy zostanie opublikowana nowa projekcja NBP. Do tego czasu oznaki ożywienia gospodarczego będą bardziej widoczne i RPP zdecyduje się utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie przez dłuższy czas. Potencjalnym czynnikiem, który mógłby doprowadzić do obniżki stóp byłoby wyraźne spowolnienie wzrostu PKB lub znaczące umocnienie złotego.

Seria słabszych danych z gospodarki może wspierać rynek długu, ale do końca roku oczekujemy wyraźnego wzrostu rentowności. Obecnie rentowności obligacji są na poziomach zbliżonych do minimów z roku poprzedniego, jednak sytuacja na rynku pracy jest znacznie lepsza, a wzrost gospodarczy wyższy. Podtrzymujemy zdanie, że pozytywna niespodzianka w danych makroekonomicznych w Polsce lub jastrzębie komentarze z Fed mogą doprowadzić do wzrostu rentowności.

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 jakiejkolwiek 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.