

CitiWeekly

Czy RPP obniży stopy w X o 50 pb? Szanse rosną ...

- Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane zwiększają prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych o 50 pb na październikowym posiedzeniu.
- Zgodnie z oczekiwaniami rynku inflacja spadła w sierpniu do -0,3% r/r z -0,2% r/r przy utrzymaniu niskiej dynamiki cen w większości kategorii koszyka inflacyjnego poza łącznością.
- Jednocześnie produkcja przemysłowa spadła o 1,9% r/r, a produkcja budowlana o 3,6% r/r, tj. wyraźnie poniżej oczekiwań. Produkcja osłabła pod wpływem większego niż zazwyczaj w sierpniu spadku produkcji samochodów. Jednocześnie słabość w przemyśle była zgodna z odczytami indeksu PMI, który spada od sześciu miesięcy, a od lipca jest poniżej 50 pkt, sygnalizując dalsze spowolnienie wzrostu PKB w III kw. poniżej 3% r/r.
- Spodziewamy się także dalszego i głębszego niż oczekuje rynek osłabienia sprzedaży detalicznej za sierpień do 1,6% r/r. Dane zostaną opublikowane we wtorek.
- Posiedzenie Fed nie przyniosło istotnych zmian w komunikacie władz monetarnych, co dało pozytywny impuls ryzykownym aktywom. Z drugiej strony amerykański FOMC zaprezentował prognozy sugerujące, że podwyżki stóp procentowych mogą nastąpić szybciej niż zakłada rynek.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

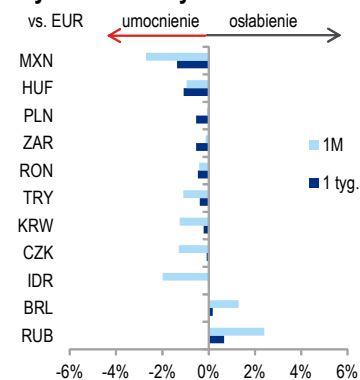
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



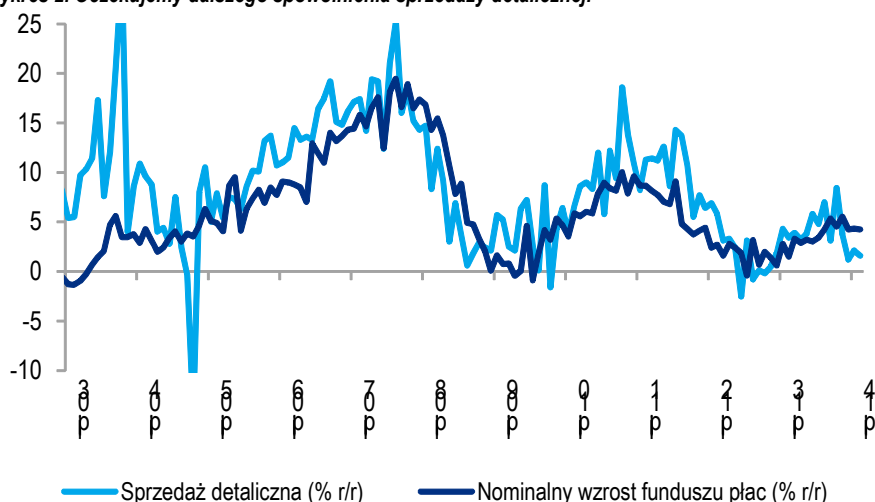
Według stanu na dzień 19.09.2014 r.

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	2,00	0,05	2,14	3,80	0,75	2,70
IV KW 15	4,20	3,59	5,68	1,17	2,00	0,05	2,28	4,40	1,50	3,20

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dn.22.09.2014 r. Pozostałe prognozy z 20.8.2014 r.

Wykres 2. Oczekujemy dalszego spowolnienia sprzedaży detalicznej.



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 wrz PONIEDZIAŁEK							
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	IX	-11,0	-10,5	-10,0
16:00	USA	Sprzedaż domów	mln	VIII		5,18	5,15
23 wrz WTOREK							
09:28	DE	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	IX		51,2	51,4
09:58	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	IX		54,6	54,9
09:58	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	IX		53,0	53,1
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IX	1,6	1,3	2,1
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	IX	11,8	11,8	11,9
24 wrz ŚRODA							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	IX		105,7	106,3
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	VIII		0,430	0,412
25 wrz CZWARTEK							
12:00	PL	Aukcja odkupu obligacji USD					
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	VIII		-18,0	23
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.		300,0	280
15:45	USA	Wstępny PMI dla usług	pkt	IX		60,7	60
26 wrz PIĄTEK							
08:00	DE	Indeks nastrojów konsumentów GfK	pkt	X		8,5	8,6
14:30	USA	Wzrost PKB	%	II kw.		4,6	4,2
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	IX		84,7	84,6

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

Zapowiedź tygodnia

Sprzedaż detaliczna

W sierpniu spodziewamy się pogorszenia dynamiki sprzedaży detalicznej. Według naszych szacunków sprzedaż wzrosła w minionym miesiącu o około 1,6% r/r, wobec 2,1% w lipcu. Niemniej biorąc pod uwagę wciąż niezłą kondycję rynku pracy oraz dalszy wzrost kredytów, w dalszej części roku (począwszy od września) oczekujemy stopniowego wzrostu dynamiki sprzedaży.

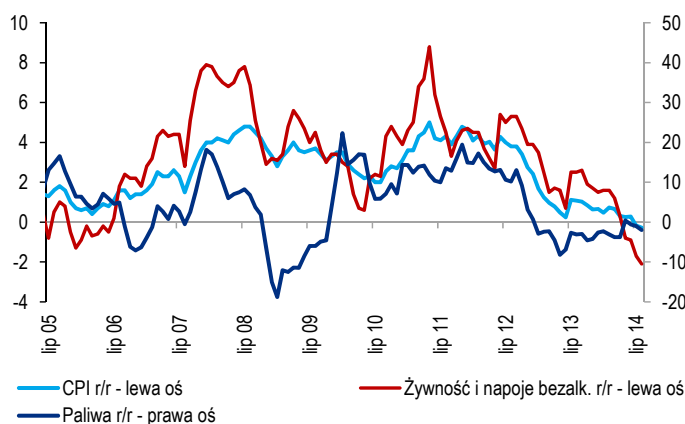
Miniony tydzień

Dalszy spadek inflacji

Ceny dóbr i usług konsumpcyjnych spadły w sierpniu o 0,3% r/r, tj. zgodnie z oczekiwaniami rynku, choć nieco mniej niż wskazywał nasz

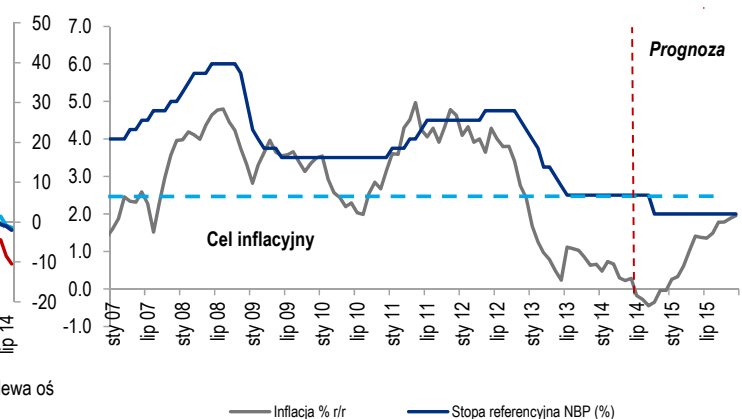
szacunek (-0,5% r/r). Patrząc na rozbieżność jako zaskakującą można uznać to, że deflacja w kategorii żywność była w ujęciu miesięcznym mniej więcej zgodna z trendami sezonowymi, co pokazuje, że w sierpniu efekt rosyjskich sankcji na ceny krajowej żywności nie był jeszcze widoczny. W sierpniu ceny żywności spadły o 1,6% m/m, podczas gdy w ostatnich pięciu latach ceny żywności w sierpniu spadały przeciętnie o 1,3% m/m, a więc w porównywalnej skali. Naszym zdaniem wpływ rosyjskiego embarga może znaleźć odzwierciedlenie w danych za wrzesień, a pogłębiona deflacja z rynku żywności przełoży się na indeks cen konsumpcyjnych z opóźnieniem. Jednak sądzimy również, że po sierpniowych danych potencjalny efekt deflacyjny wynikający z ograniczenia eksportu owoców i warzyw oraz mięsa do Rosji może być mniejszy niż wcześniej zakładaliśmy. Jeśli chodzi o pozostałe segmenty koszyka inflacyjnego to w większości miesięczne wzrosty okazały się niższe niż zakładaliśmy, jednak zostało to zniwelowane przez znaczny wzrost cen łączności (podwyżki opłat przez operatorów komórkowych). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja będzie rosła bardzo powoli osiągając 0% r/r w grudniu oraz ok 2% na koniec 2015 r. (przy średniej za 2015 r. na poziomie 1,3% r/r).

Wykres 3. Inflacja i jej składowe



Źródło: GUS, NBP, prognozy Citi Handlowy.

Wykres 4. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy.

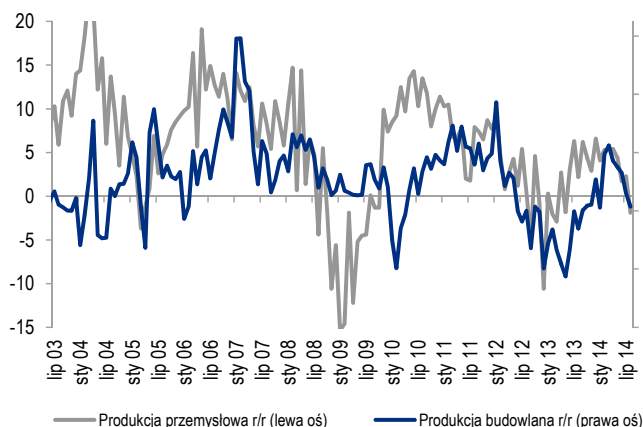
Produkcja słabsza od prognoz

Produkcja przemysłowa spadła w sierpniu o 1,9% r/r wobec wzrostu o 2,3% r/r w lipcu i okazała się niższa od rynkowego konsensusu. Tak jak oczekiwaliśmy słabość danych o produkcji wynikała w dużej mierze ze znacznego spadku produkcji samochodów, który był znacznie głębszy niż sugerowały historyczne trendy sezonowe. Ponadto, wzrost produkcji przemysłowej był pod negatywnym wpływem niższej liczby dni roboczych, gdyż po korekcie o dni robocze wzrost produkcji przemysłowej spowolnił jedynie do 0,7% r/r z 2,3% r/r w lipcu. Jednocześnie wzrost produkcji budowlanej był znacznie niższy od oczekiwań spadając o 3,6% r/r. Słabe dane o produkcji wynikały głównie ze słabości w firmach zajmujących się wznoszeniem budynków.

Ostatnie dane sugerują, że wzrost PKB w III kwartale może spowolnić do 2,6% r/r, podczas gdy mediana prognoz rynkowych zakłada wynik na poziomie 2,9% r/r (ankieta Reuters). Jednak mimo słabego wyniku w ujęciu rocznym obliczany przez nas wskaźnik „momentum” polskiej gospodarki

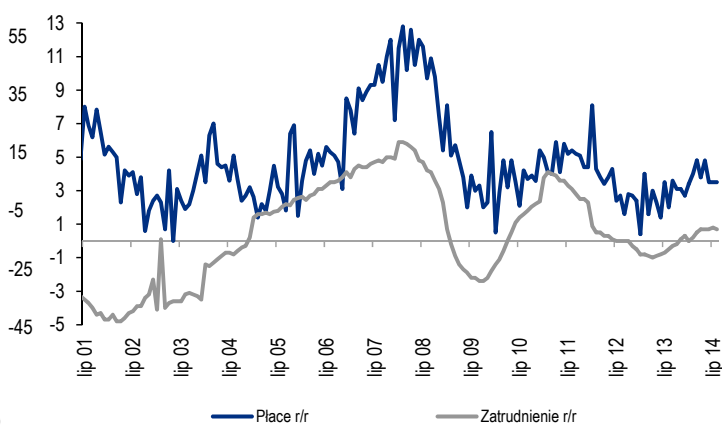
minimalnie się poprawił sygnalizując, że dynamika kw/kw może być zbliżona do punktu zwrotnego. To z kolei oznaczałoby przyspieszenie wzrostu PKB już w IV kwartale, choć sądzimy, że poprawa byłaby bardzo stopniowa.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa i budowlana



Źródło: GUS, NBP, prognozy Citi Handlowy.

Wykres 4. Płace i zatrudnienie



Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy.

Płace i zatrudnienie również słabsze

Wzrost płac pozostał stabilny w sierpniu na poziomie 3,5% r/r, co było poniżej rynkowych oczekiwań na poziomie 3,8% r/r oraz poniżej naszej prognozy 4,2% r/r. Jednocześnie wzrost zatrudnienia spowolnił do 0,7% r/r z 0,8% r/r, co było poniżej rynkowego konsensusu (0,8% r/r), ale zgodnie z naszą prognozą. Ponadto, nominalny wzrost funduszu płac minimalnie osłabł do 4,2% r/r, ale biorąc pod uwagę spadek inflacji, realny wzrost funduszu płac utrzymał się na tym samym poziomie co w lipcu i II kwartale, tj. 4,5% r/r. Nie oczekujemy znacznego pogorszenia sytuacji na rynku pracy, co z kolei powinno wspierać konsumpcję w najbliższych kwartałach. Jednak nieco słabsze od oczekiwań dane za sierpień będą argumentem przemawiającym za obniżkami stóp procentowych na październikowym posiedzeniu.

Obniżka stóp o 50 pb w październiku bardziej prawdopodobna

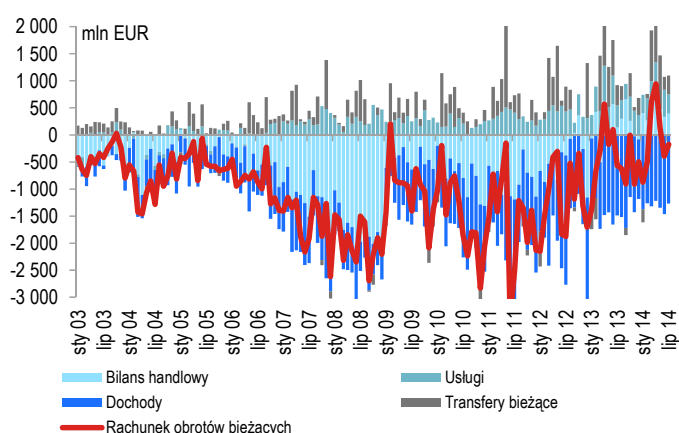
Ostatnie dane z gospodarki oraz wydzwięk zapisu dyskusji RPP (*minutes*) z września zwiększają prawdopodobieństwo decyzji RPP o obniżeniu stóp procentowych o 50 pb na październikowym posiedzeniu. Jednak naszym zdaniem łączna skala poluzowania polityki pieniężnej zapewne będzie ograniczona, szczególnie biorąc pod uwagę planowane na przyszły rok poluzowania polityki fiskalnej (większe ulgi na dzieci oraz zwiększona waloryzacja emerytur) przed wyborami parlamentarnymi w 2015 r. Biorąc to pod uwagę oczekujemy obniżki stóp w październiku o 50 pb. Dostrzegamy co prawda ryzyko dodatkowej redukcji stóp o 25 pb w listopadzie, ale nie jest to nasz bazowy scenariusz.

Mniejszy deficyt obrotów bieżących

Deficyt obrotów bieżących wyniósł w lipcu 173 mln €, wobec 391 mln € w czerwcu (konsensus: -445 mln €; prognoza Citi: -558 mln €). Pozytywna niespodzianka w bilansie płatniczym wynikała z salda handlowego, które było wyższe niż zakładaliśmy (393 mln € wobec 333 mln € w lipcu).

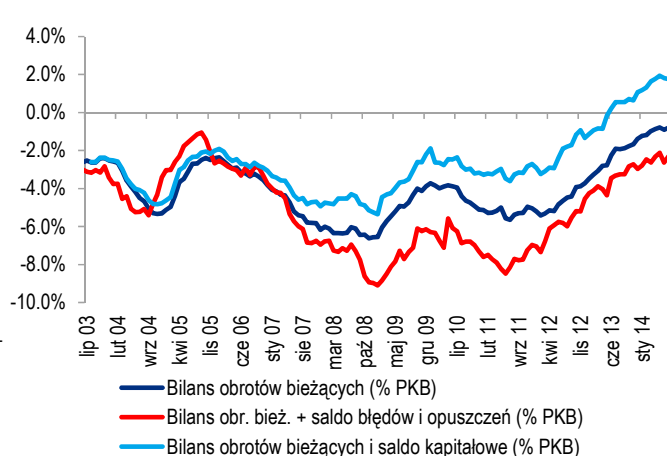
Dodatkowo deficyt na rachunku dochodów był niższy od oczekiwań i wyniósł -1270 mln € (wobec -1465 mln € w lipcu). Wzrost eksportu osłabł niemal zgodnie z naszymi oczekiwaniami do 6,4% r/r, z kolei wzrost importu spowolnił znacząco (do 4,5% r/r z 9,6%). Tymczasem, poprawa na rachunku dochodów wynikała z niższych od oczekiwań odpływów. Deficyt obrotów bieżących za 12 miesięcy pozostał na poziomie 0,8% PKB a saldo błędów i opuszczeń obniżyło się nieznacznie do 1,5% PKB z 1,7%. Obydwa deficyty są pokryte przez napływ kapitału długoterminowego w tym głównie środki unijne, co wciąż powinno ograniczać wrażliwość złotego na zmiany apetytu na ryzyko. W najbliższych miesiącach oczekujemy jedynie niewielkiego wzrostu deficytu obrotów bieżących w relacji do PKB.

Wykres 3. Bilans obrotów bieżących i główne składowe



Źródło: GUS, NBP, prognozy Citi Handlowy.

Wykres 4. Deficyt obrotów bieżących (% PKB)



Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy.

Komunikat Fed nie tak jastrzębi jak oczekiwał rynek

Amerykański FOMC zasygnalizował na ostatnim posiedzeniu, że podwyżki stóp procentowych mogą nastąpić szybciej niż zakładał rynek. Co prawda w opublikowanym komunikacie nie zmieniono kluczowego stwierdzenia dotyczącego „utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie przez znaczący okres czasu”, jednak Fed przedstawił nowy wykres pokazujący oczekiwania członków FOMC. Zgodnie z nim znaczna część przedstawicieli Komitetu Otwartego Rynku chciałaby podnieść stopy procentowe przynajmniej do 1,25% w 2015 r. oraz 2,75% w 2016 r. (wobec 0,25% obecnie). Mimo to można przypuszczać, że najbardziej liczący się członkowie FOMC (Yellen, Fisher) prezentują bardziej „gołębie” poglądy niż wskazywałaby mediana oczekiwań pozostałych przedstawicieli Fed. Potwierdziła to szefowa Fed, która podkreśliła, że stopy procentowe prawdopodobnie pozostaną przez przynajmniej rok poniżej swojego „długookresowego” poziomu. Mimo tych słów rynki zinterpretowały komunikat Fed jako „jastrzębi”, a dolar zyskiwał na wartości wobec euro. Nasza nowa prognoza walutowa, która uwzględnia rozbieżność między polityką pieniężną w Stanach oraz strefie euro, zakłada spadek kursu EUR/USD do 1,15 w połowie 2015 r. (wobec 1,32 przed korektą).

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	548
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 175	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 694
PKB per capita (USD)	11 168	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 226
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	3.1
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	9.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.6
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	6.3
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	7.8
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	-0.1
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	3.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.53
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.17
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.27
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	47.6
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

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 zaangażowani 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.