

CitiWeekly

Dobre dane z gospodarki przemawiają przeciw obniżkom stóp

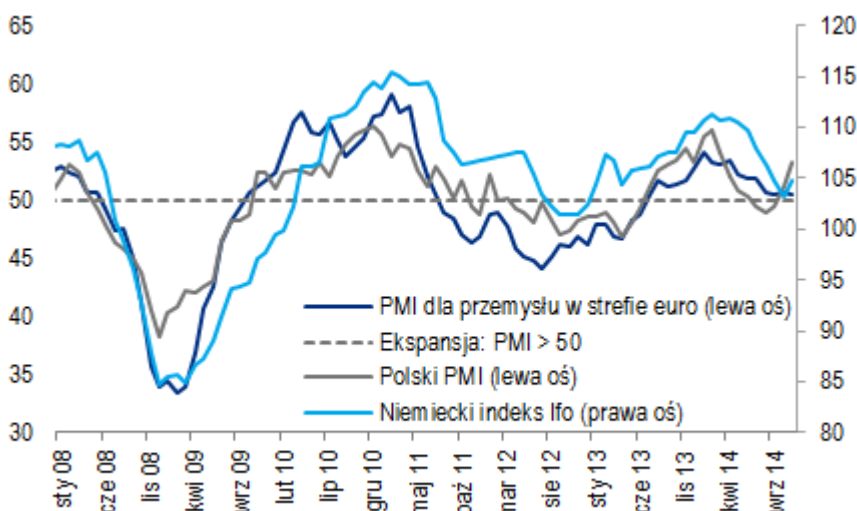
- W tym tygodniu kluczowym wydarzeniem na krajowym rynku finansowym będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Spodziewamy się podobnie jak większość uczestników rynku, że Rada pozostawi stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Sądzymy również w przeciwieństwie do wielu analityków i tego co wycenia rynek, że mimo niskiej inflacji stopy nie ulegną zmianie do końca przyszłego roku, za czym przemawiają bardzo dobre dane o PKB za III kwartał oraz znacznie lepszy od oczekiwań indeks PMI dla przemysłu.
- GUS potwierdził wstępny odczyt wzrostu PKB w III kw. na poziomie 3,3% r/r. Jednak sporym zaskoczeniem okazała się struktura danych o PKB, która pokazała znacznie wyższą od oczekiwań dynamikę konsumpcji prywatnej oraz inwestycji w środki trwałe, mimo że dane miesięczne pokazywały wyraźne spowolnienie w sprzedaży detalicznej oraz produkcji budowlanej.
- Ponadto indeks PMI za listopad nieoczekiwanie wzrósł aż do 53,2 pkt z 51,2 pkt za sprawą odbicia indeksu produkcji i indeksu nowych zamówień i to pomimo spadku PMI dla strefy euro i Niemiec.
- Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył do 2,3% r/r z 1,6% r/r, co było bliskie oczekiwań rynkowych. Znacznie wyższy okazał się jednak wzrost bazowej sprzedaży, po wykluczeniu sprzedaży aut i paliw oraz wzrost sprzedaży w ujęciu realnym, co dobrze wróży konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach.
- Za granicą kluczowe dla rynków będzie posiedzenie EBC, dane o zatrudnieniu poza rolnictwem oraz indeksy PMI.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 14	4,24	3,50	5,37	1,21	2,00	0,05	2,12	2,50	0,65	2,35
IV KW 15	4,17	3,90	5,35	1,07	2,00	0,05	2,14	3,20	1,25	3,05

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 31.10.2014 r.

Wykres 2. PMI wzrósł w październiku do 53,2 pkt, najwyższego poziomu od marca 2014 r., znacznie powyżej oczekiwań.



Źródło: Citi Handlowy, Reuters.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

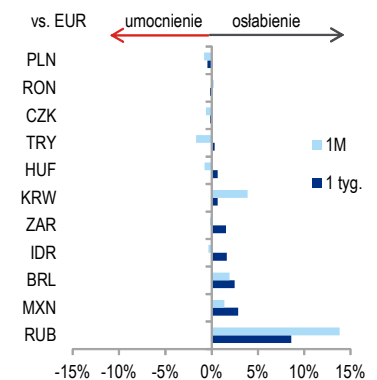
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 28.11.2014 r.
Źródło: Reuters.

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
1 gru PONIEDZIAŁEK							
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt.	XI			55.9
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt.	XI	59.0	58.0	59.0
2 gru WTOREK							
11:00	EMU	PPI	% r/r	X			-1.4
3 gru ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	XI	2.0	2.0	2.0
10:00	EMU	PMI dla usług	pkt	XI		51.3	52.3
11:00	EMU	PKB	% r/r	III kw.			0.0
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	X			0.6
14:15	USA	Raport ADP	tys.	XI		228	230
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy	%	III kw.		0.3	-0.5
14:30	USA	Produktywność pracy	%	III kw.		0.3	-0.5
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	XI			57.1
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XI		57.5	57.1
20:00	USA	Beżowa Księga					
4 gru CZWARTEK							
13:45	EMU	Decyzja EBC	%	XI	0.05	0.05	0.05
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.		290	313
5 gru PIĄTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% r/r	X			-1.0
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XI		228	214
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	XI		5.8	5.8
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	%	X			-0.6

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

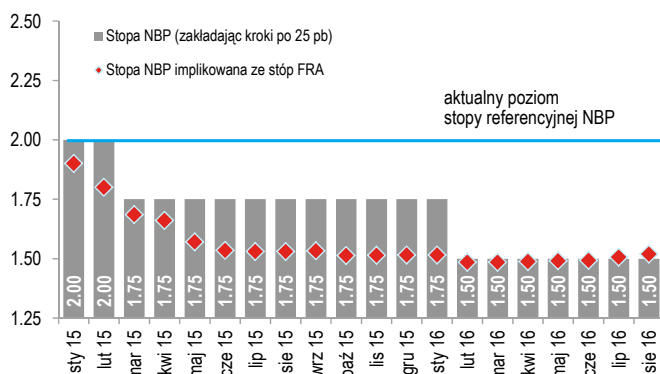
Zapowiedź tygodnia

RPP

Oczekujemy utrzymania stóp procentowych w grudniu na niezmiennym poziomie. W poprzednim miesiącu RPP nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej i podkreśliła, że będzie zwracać szczególną uwagę na dane o aktywności gospodarczej. Od tego czasu dane o PKB za III kwartał zaskoczyły wyrażnie w górę, podczas gdy wzrost sprzedaży detalicznej był zgodny z medianą prognoz rynkowych. To oznacza wyższą ścieżkę PKB w najbliższym czasie oraz zmniejsza szansę na zmianę konsensusu w RPP. Także komentarze Elżbiety Chojnej-Duch, głównego członka RPP, który

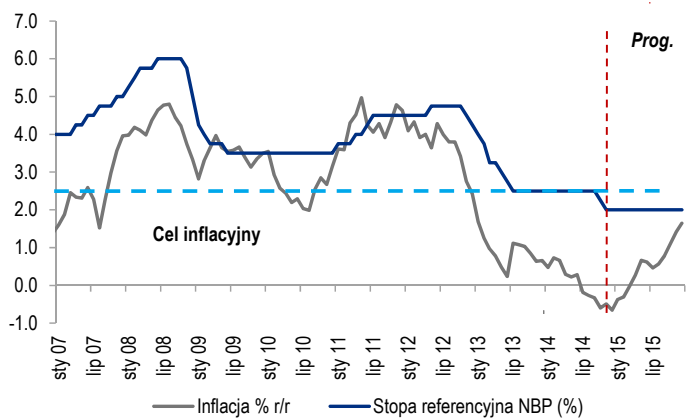
zadecydował o braku obniżki stóp procentowych w listopadzie, wskazując na powtórzenie takiej decyzji także w grudniu. W szczególności E. Chojna-Duch podkreśliła istotność pozostawienia odpowiedniej przestrzeni do redukcji stóp procentowych w przyszłości, gdyby zaszła taka potrzeba. To wszystko wspiera nasz scenariusz utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie w grudniu. Biorąc pod uwagę historię częstych zmian w komunikacji RPP oraz liczbę zaskakujących decyzji sądzimy, że prawdopodobieństwo alternatywnego scenariusza, w którym RPP obniża stopy procentowe jest relatywnie wysokie. Jednak struktura danych o PKB oraz duża pozytywna niespodzianka w danych o PMI sygnalizuje, że bariera do decyzji o obniżce stóp w kolejnych miesiącach będzie duża.

Wykres 3. Stopa NBP implikowana ze stawek FRA



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 4. Prognoza stóp procentowych i inflacji



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

PKB

GUS potwierdził w ubiegłym tygodniu, że wzrost gospodarczy w III kwartale wyniósł 3,3% r/r (0,9% kw/kw), co było zgodne z wstępnymi szacunkami. Jednak szczegółowe rozbieżności pokazują dużą niespodziankę w popycie krajowym (4,9% r/r). Pomimo wcześniejszych obaw kontrybucja wynikająca z rosnących zapasów była niewielka (jedynie 0,4% w III kw. wobec 1,4% w II kwartale), co sugeruje, że wzrost gospodarczy nie jest napędzany przez jednorazowy czynnik.

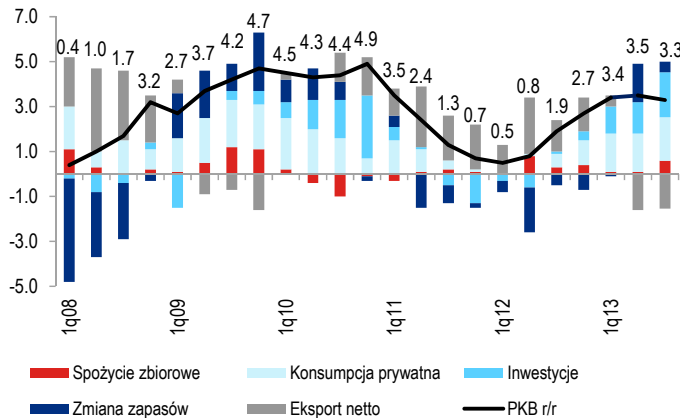
Patrząc na rozbieżności zaskakuje to jak silny jest wzrost konsumpcji prywatnej (3,2% r/r) oraz inwestycji (9,9% r/r). Tempo wzrostu w obydwu kategoriach okazało się znacznie wyższe niż sygnalizowały nasze modele biorąc pod uwagę sprzedaż detaliczną oraz produkcję budowlaną.

W sumie siła konsumpcji prywatnej jest pozytywnym czynnikiem dla budżetu i prawdopodobnie będzie dalej wspierać dochody z VAT. Silny wzrost wydatków gospodarstw domowych zwiększa szanse na odbicie inflacji bazowej w 2015 r., gdyż luka popytowa wydaje się znacznie mniejsza niż wcześniej sądzono, ale także znacznie mocniejsza od oczekiwań okazuje się konsumpcja prywatna.

W związku z tym, że dane o PKB za III kwartał były zgodne z wstępnym odczytem utrzymujemy naszą prognozę na cały rok na poziomie 3,3% r/r

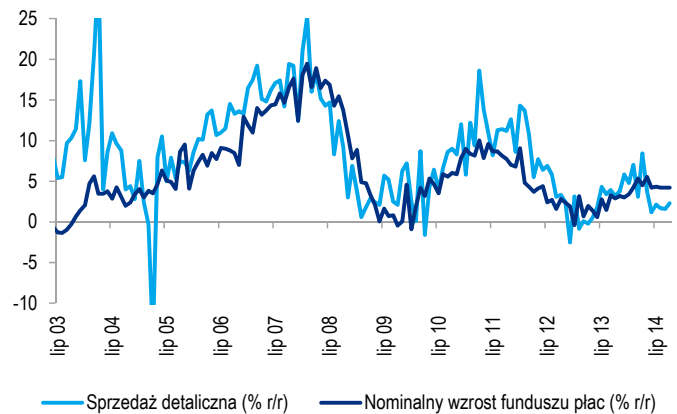
oraz 3,4% r/r na 2015 r. Jednocześnie sądzimy, że w przyszłym roku tempo wzrostu popytu krajowego będzie wyższe niż w tym roku.

Wykres 5. Kontrybucja do wzrostu PKB



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Sprzedaż detaliczna i nominalny wzrost funduszu płac



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Sprzedaż detaliczna

Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył w październiku do 2,3% r/r wobec 1,6% r/r we wrześniu, co było praktycznie zgodne z rynkowym konsensem. Jednak warto zwrócić uwagę, że wzrost sprzedaży po wyłączeniu samochodów oraz paliw jest znacznie wyższy i przyspieszył względem września. W ujęciu realnym wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł 3,7% r/r i osiągnął najwyższe tempo od maja 2014 r., co wzmacnia nasz pogląd, o tym, że konsumpcja prywatna prawdopodobnie pozostanie głównym motorem wzrostu gospodarczego, i będzie napędzana przez silniejszy wzrost funduszu płac oraz wzrost kredytów konsumpcyjnych.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	533	433	470	517	490	516	523	474
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,632	1,678	1,749
PKB per capita (USD)	13,982	11,332	12,210	13,404	12,721	13,416	13,596	12,318
Populacja (mln)	38,1	38,2	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5
Stopa bezrobocia (%)	9,5	11,9	12,4	12,5	13,4	13,4	11,8	11,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	1,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,3	3,4
Inwestycje (% r/r)	9,6	-1,2	9,7	12,2	-4,3	-3,7	10,0	6,5
Spożycie ogółem (% r/r)	6,1	2,0	2,8	1,7	0,7	1,3	2,1	2,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5,7	2,1	2,7	2,9	0,9	1,0	2,3	2,6
Eksport (% r/r)	7,1	-6,8	12,9	7,9	4,3	5,0	3,4	3,9
Import (% r/r)	8,0	-12,4	14,0	5,5	-0,6	1,8	4,4	3,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	-0,1	2,0
Inflacja CPI (% średnia)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,1	1,2
Płace nominalne (% r/r)	10,5	4,2	3,6	4,9	3,4	2,6	3,8	4,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	1,75	1,75
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5,61	3,76	3,66	4,77	4,21	2,61	1,78	1,82
Rentowność obligacji 10-letnich	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,50	3,20
USD/PLN (Koniec okresu)	3,00	2,87	2,96	3,44	3,08	3,04	3,50	3,90
USD/PLN (Średnia)	2,39	3,11	3,02	2,96	3,26	3,16	3,16	3,73
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,11	3,96	4,46	4,07	4,15	4,24	4,17
EUR/PLN (Średnia)	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,19	4,18	4,21
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25,5	-9,7	-24,1	-27,1	-17,6	-7,0	-10,7	-15,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,8	-2,2	-5,1	-5,2	-3,6	-1,4	-2,0	-3,4
Saldo handlu zagranicznego	-26,0	-4,3	-11,8	-17,4	-9,2	0,9	0,0	-4,6
Eksport	178,7	142,1	165,9	184,2	181,1	197,8	205,9	201,3
Import	204,7	146,4	177,7	201,6	190,3	196,9	206,0	205,8
Saldo usług	5,0	4,8	3,1	7,3	8,0	10,6	8,7	7,7
Saldo dochodów	-12,8	-16,6	-19,1	-18,0	-16,1	-18,0	-20,1	-20,1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10,3	8,8	6,9	-13,8	-6,6	-3,7	-12,0	-18,0
Rezerwy międzynarodowe	57,2	69,7	81,4	86,8	96,1	94,0	76,9	36,9
Amortyzacja	32,4	24,6	32,1	38,3	47,5	48,7	49,2	51,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-7,4	-7,9	-4,9	-3,7	-4,0	-3,0	-2,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,4	-4,6	-5,2	-2,6	-1,2	-1,8	-0,9	-0,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,9	49,8	52,8	53,4	52,7	54,1	48,0	48,5
Dług krajowy	34,8	36,8	38,4	36,5	36,1	37,6	30,0	30,1

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 r. 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 zaangażowany 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.