

CitiWeekly

Fed chwilowo wsparł optymizm, oczekiwane osłabienie sprzedaży

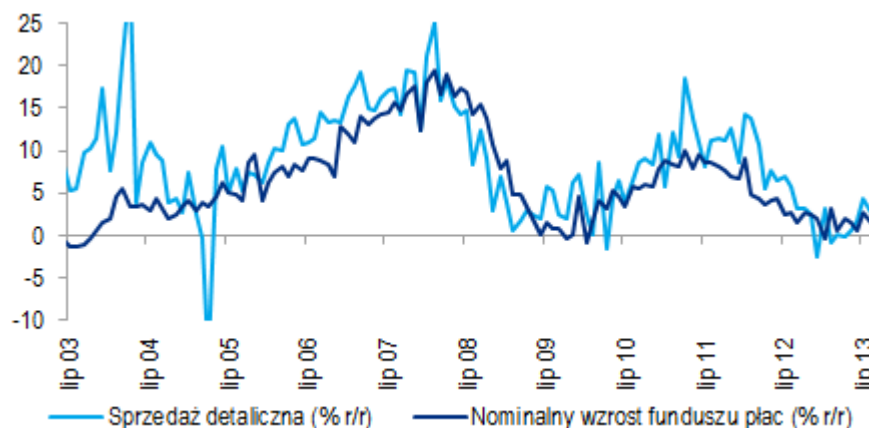
- Kluczowym wydarzeniem minionego tygodnia było posiedzenie Fed. Rada FOMC zaskoczyła uczestników rynku finansowego i pozostawiła program skupu aktywów w niezmienionym kształcie. To wywołało euforię wśród inwestorów, jednak nie trwała ona zbyt długo i koniec tygodnia przyniósł korektę na rynkach akcji i ponowne osłabienie walut gospodarek wschodzących. Według ekonomistów Citi Fed zdecyduje się na zredukowanie programu QE3 w najbliższych miesiącach, a dokładny termin będzie zależał od publikowanych danych z gospodarki.
- W kraju napłynęły kolejne dane makroekonomiczne, które nieco rozczarowały. Wzrost produkcji przemysłowej i budowlanej okazał się słabszy od oczekiwań rynku. Z drugiej strony wynikało to w dużej mierze z efektu kalendarzowego, mniejszej liczby dni roboczych, a w kolejnych miesiącach spodziewamy się stopniowego ożywienia zarówno w przemyśle (na co wskazuje PMI) oraz w sektorze budowlanym (za sprawą niskiej bazy w II poł. 2012 r.). Ponadto, dane z rynku pracy za sierpień pokazały niższe od oczekiwań tempo wzrostu płac oraz mniejszą niż w lipcu skalę spadku zatrudnienia.
- W minutes z wrześniowego posiedzenia członkowie RPP powtórzyli, że nie widzą potrzeby zmian stóp przynajmniej do końca roku. Podtrzymujemy scenariusz braku zmian stóp procentowych co najmniej do połowy 2014 r., a nasz scenariusz wsparł ton komentarzy kluczowego dla ostatnich decyzji RPP J. Hausnera.
- W tym tygodniu poznamy kolejne dane z krajowej gospodarki za sierpień, które podobnie jak w przypadku danych z minionego tygodnia mogą pokazać lekkie pogorszenie względem lipca. Oczekujemy spowolnienia wzrostu sprzedaży detalicznej do 2,7% r/r z 4,3%, co wspiera mniejsza liczba dni roboczych oraz spowolnienie nominalnego wzrostu funduszu płac. Za granicą dane o PKB za II kw. W USA mogą zostać zrewidowane w górę, a niemiecki Ifo może zaskoczyć pozytywnie.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
IV KW 13	4,18	3,05	5,04	1,37	2,50	0,50	2,72	1,70	2,70
IV KW 14	4,14	3,00	5,11	1,38	3,25	0,50	3,83	1,90	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 19.09.2013 r. Pozostałe prognozy z dnia 22.08.2013 r.

Wykres 2. Oczekujemy spowolnienia sprzedaży detalicznej w sierpniu.



Źródło: GUS, prognoza Citi

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

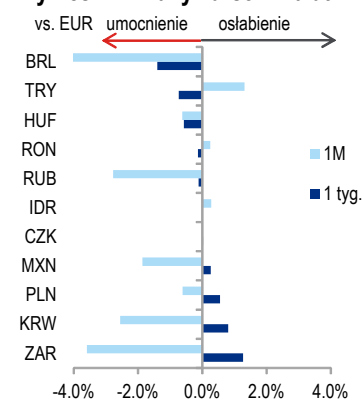
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 13.09.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	20/9/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.23	0.5%	-0.5%	3.8%	-8.8%
USD/PLN	3.13	-1.2%	-1.7%	1.3%	-10.3%
EUR/USD	1.35	1.7%	1.3%	2.5%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	2.50	0	0	-175	-25
WIBOR 3M	2.68	-2	-2	-145	-86
FRA1x4	2.68	-3	-1	-113	-113
FRA3x6	2.70	0	-1	-70	-145
FRA6x9	2.81	0	1	-23	-168
FRA9x12	2.91	-7	-7	-1	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1325.0	-0.1%	-3.0%	-20.9%	7.0%
Ropa	112.2	-2.7%	-0.5%	2.7%	3.0%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2408.2	1.4%	1.0%	-6.8%	20.4%
S&P	1709.9	1.3%	4.1%	19.9%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.94	-6	7	63	-52
10Y Treasuries	2.74	-15	-16	98	-12

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	4
- Tabela z prognozami	6

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
23 wrz PONIEDZIAŁEK							
09:28	DE	Wstępny indeks w przemyśle PMI	pkt	IX		52.2	51.8
09:28	DE	Wstępny indeks w usługach PMI	pkt	IX		53.1	52.8
09:58	EMU	Wstępny indeks w przemyśle PMI	pkt	IX	51.8	51.8	51.4
09:58	EMU	Wstępny indeks w usługach PMI	pkt	IX	51.3	51.1	50.7
24 wrz WTOREK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VIII	2.7	2.8	4.3
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	VIII	13.1	13.1	13.2
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	IX	109.1	108.2	107.5
15:00	USA	Indeks cen domów Case Shiller 20	% r/r	VII		12.4	12.1
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	IX	79.5	80.0	81.5
25 wrz ŚRODA							
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	VIII	-2.0	0.0	-7.4
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	m	VIII	0.410	0.423	0.394
26 wrz CZWARTEK							
14:30	USA	PKB	%	II kw.	2.8	2.6	2.5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	320.0	325.0	309.0
16:00	USA	Sprzedaż domów w toku	% s.a.	VIII		-0.5	-1.3
27 wrz PIĄTEK							
11:00	EMU	Indeks nastrojów gospodarczych		IX	97.1	96.0	95.2
14:30	USA	Dochody konsumentów		VIII	0.4	0.4	0.1
14:30	USA	Wydatki konsumentów		VIII	0.4	0.3	0.1
15:55	USA	Nastroje konsumentów (Michigan)	pkt	VIII	77.5	78.0	76.8

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

Zapowiedź tygodnia

Sprzedaż detaliczna

Po mocnym wzroście w lipcu (4,3% r/r) sprzedaż detaliczna prawdopodobnie spowolniła w sierpniu do 2,7% r/r. Spowolnienie wynikało najprawdopodobniej głównie z efektu kalendarzowego, podczas gdy średnioterminowa tendencja sugeruje stopniową poprawę w konsumpcji. Biorąc pod uwagę stopniową poprawę na rynku pracy jak również oznaki poprawy zaufania konsumentów oczekujemy stopniowego przyspieszenia wzrostu sprzedaży detalicznej i konsumpcji prywatnej w kolejnych miesiącach/kwartalach.

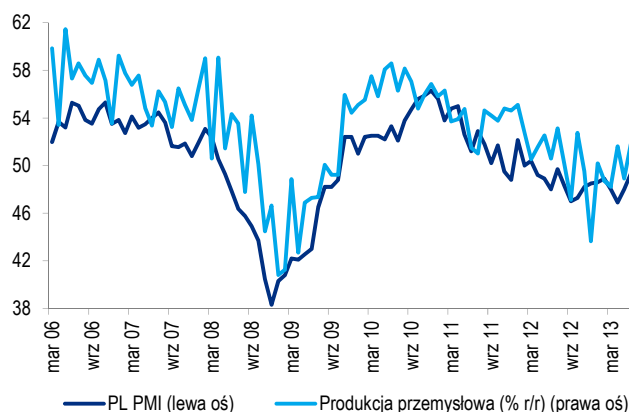
USA / Strefa euro

W USA dane o PKB za II kwartał zostaną najprawdopodobniej zrewidowane w górę do jednego z najwyższych odczytów obecnej

fazy cyklu ożywienia gospodarczego. Tak solidnemu wynikowi PKB towarzyszyła kulminacja zacieśnienia fiskalnego. Wydatki konsumentów rosły w umiarkowanym tempie w sierpniu i towarzyszyło im odbicie w dochodach. Z kolei w danych o liczbie nowych bezrobotnych nastąpi normalizacja po dwóch tygodniach podwyższonej zmienności.

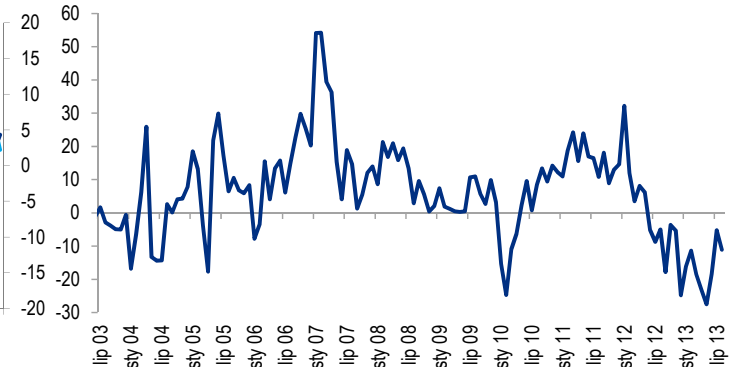
W strefie euro po nieco słabszych od oczekiwań wstępnych odczytach PMI poznamy dane o nastrojach niemieckich przedsiębiorców (Ifo), które prawdopodobnie zaskoczą pozytywnie. Poza tym dane o nastrojach gospodarczych najprawdopodobniej pokażą dalszą poprawę.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa i PMI (% r/r, pkt)



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 4. Produkcja budowlana (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Produkcja

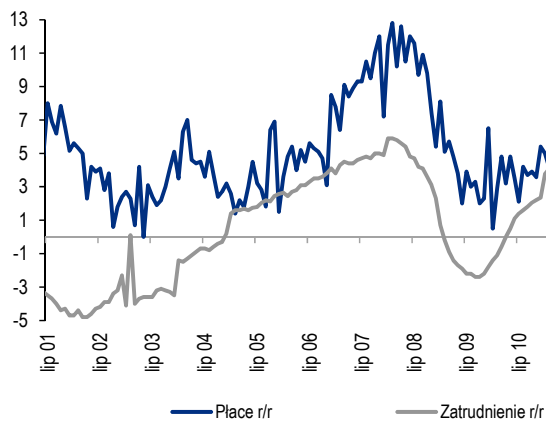
Zarówno produkcja przemysłowa jak i budowlana były słabsze od oczekiwań. Wzrost produkcji przemysłowej spowolnił w sierpniu do 2,2% r/r z 6,3% r/r, co było poniżej oczekiwań rynku na poziomie 2,8% r/r a także poniżej naszego szacunku 3%. Osłabienie produkcji przemysłowej wynikało w dużej mierze z mniejszej liczby dni roboczych, choć było większe niż zakładaliśmy. Negatywna niespodzianka była zgodna ze słabymi danymi o produkcji samochodów według Instytutu Samar, ale jednocześnie stały w sprzeczności ze znacznym wzrostem indeksu PMI w lipcu. Mimo słabszych od oczekiwań danych za sierpień w kolejnych miesiącach oczekujemy stopniowej poprawy w produkcji wraz z dalszą poprawą aktywności w sektorze przemysłowym u głównych partnerów handlowych Polski.

Produkcja budowlana spadła w sierpniu o 11,1 %r/r wobec spadku o 5,2% w lipcu, rynkowych oczekiwań na poziomie -9% oraz naszej prognozy -5,6%. To potwierdza nasze założenia, że ożywienie w sektorze budowlanym nie nastąpi szybko. Spodziewamy się dodatniego tempa wzrostu produkcji dopiero na przełomie roku, choć stopniowe ożywienie w kolejnych miesiącach wynikające z niskiej bazy w II połowie 2012 r. powinna ograniczyć skalę spadku inwestycji w II połowie 2013 r.

Rynek pracy

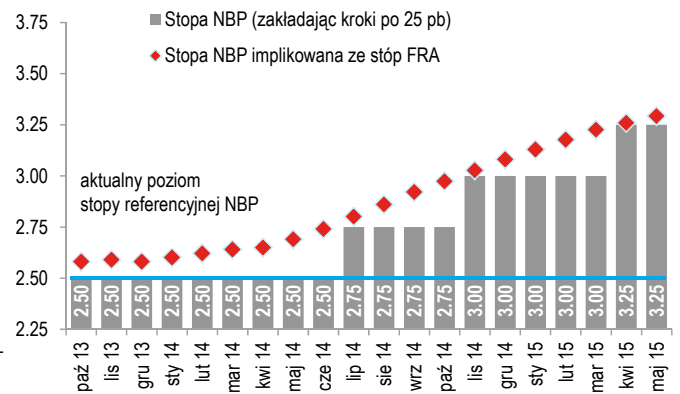
Dane z rynku pracy pokazały dalszą poprawę w zatrudnieniu oraz spowolnienie wzrostu płac. Zatrudnienie spadło w sierpniu o 0,5 %r/r wobec -0,7 %r/r w lipcu, co było zgodne z naszym szacunkiem i lepsze od prognoz rynkowych na poziomie -0,6 %r/r oczekiwanych przez rynek. Wzrost płac spowolnił do 2 %r/r z 3% w lipcu, co było poniżej oczekiwań rynku oraz naszej prognozy na poziomie 2,8 %r/r. Wzrost funduszu płac spowolnił do 1,5 %r/r z 2,8% w lipcu, co wobec stabilnej inflacji doprowadziło do spadku realnego tempa funduszu płac do 0,3% z 1,5% w lipcu. Choć dane były nieco mniejsze od prognozowanych oczekujemy stopniowej poprawy warunków na rynku pracy w kolejnych miesiącach wraz z poprawą sytuacji gospodarczej. To powinno mieć pozytywny wpływ na konsumpcję. Dane za sierpień nie powinny mieć istotnego wpływu na perspektywy polityki pieniężnej.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 6. Implikowana ze stóp FRA oczekiwana stopa referencyjna NBP



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Minutes RPP

Minutes z wrześniowego posiedzenia pokazały, że członkowie RPP byli zgodni, że obecna i przewidywana sytuacja gospodarcza uzasadnia pozostawienie stóp procentowych na niezmienionym poziomie do końca roku. Według członków Rady przyszła ścieżka stóp procentowych będzie uzależniona od skali i struktury ożywienia gospodarczego a także od poziomu presji inflacyjnej. Naszym zdaniem pierwsze podwyżki stóp procentowych są możliwe najwcześniej w II połowie 2014 r. Taki scenariusz potwierdził ton najnowszych komentarzy kluczowego dla ostatnich decyzji o obniżkach stóp Jerzego Hausnera, który stwierdził, że prawdopodobnie w I połowie przyszłego roku nie należy oczekiwać. Z kolei zmiana parametrów polityki pieniężnej w II połowie roku jest bardziej prawdopodobna i będzie uzależniona od skali ożywienia gospodarki. Zdaniem J. Hausnera w 2015 r. wzrost PKB może być wyższy od potencjalnego tempa wzrostu i jeśli taki scenariusz pokażą projekcje to wówczas Rada zastanowi się nad odpowiednią decyzją. Jeśli jednak dane wyraźnie zaskoczą w górę i ożywienie przyjdzie szybciej wówczas jego zdaniem RPP również zareaguje.

Fed

Amerykański bank centralny zaskoczył i wbrew oczekiwaniom rynku a także analityków Citi postanowił nie zmniejszać skali programu skupu aktywów z 85 mld \$ miesięcznie. Taki rezultat posiedzenia Fed, treść komunikatu oraz ton wypowiedzi prezesa Bena Bernanke sugeruje według ekonomistów Citi, że początek ograniczania programu QE3 może zostać odsunięty w czasie nawet do przyszłego roku. Według prezesa Fed Bena Bernanke członkowie FOMC byli mniej przekonani, co do trwałości ożywienia amerykańskiej gospodarki i rynku pracy. Ponadto wyrazili oni obawy o możliwe skutki zacieśnienia warunków finansowych w ostatnim czasie i chcieliby najpierw zobaczyć wpływ wyższych stóp procentowych na rynku hipotecznym na rynek nieruchomości. Członkowie Fed obawiali się też o efekty zacieśnienia fiskalnego w USA, sygnalizując, że zbliżająca się debata na temat wydatków budżetowych stwarza ryzyko w dół dla wzrostu PKB. Nowe prognozy Fed pokazały, że wzrost PKB w USA będzie bliski potencjału, a zatrudnienie blisko poziomu neutralnego w 2016 r. Ben Bernanke stwierdził, że nie rozpocznie podwyższania stóp procentowych dopóki stopa bezrobocia nie spadnie wyraźnie poniżej 6,5%.

Wybory w Niemczech

Zwycięstwo w wyborach parlamentarnych w Niemczech przypadło CDU/CSU Angeli Merkel, a najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest utworzeniem wielkiej koalicji z SPD. Według wstępnych wyników wyborów CDU/CSU zdobyło 41,5% głosów, największy udział głosów od 1990 r.. W rezultacie zwycięska partia obejmie 311 spośród 630 miejsc w Bundestagu. Dotychczasowy koalicjant CDU, tj. FDP nie osiągnął wymaganego 5% progu wyborczego i nie dostał się do parlamentu. W związku z tym najbardziej prawdopodobna pozostaje wielka koalicja z drugą w kolejności SPD (25,7% głosów). Proces negocjacyjny między dwiema dużymi partiami może potrwać wiele tygodni, co z pewnością nie będzie pozytywnie odbierane przez rynki. Jednak po osiągnięciu porozumienia w dalszym okresie wynik wyborów może być oceniany raczej pozytywnie. Wielka koalicja będzie miała dużą większość w obu izbach parlamentu, prawdopodobnie będzie bardziej skłonna do prowadzenia łagodniejszej polityki fiskalnej niż koalicja CDU-FDP. Z drugiej strony może w większym stopniu popierać podatek od transakcji finansowych.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	493	526
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,596	1,637	1,719
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,727	12,805	13,656
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	12.2	12.2	12.2	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	8.5	-0.8	-3.2	2.6
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	1.0	2.2
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.1	4.0
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.3	2.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	0.0	0.0	2.4	1.0	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.8	1.9
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.8	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.25
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.67	3.62
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.05	3.00
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.17	3.08
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.18	4.14
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.20
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-13.5	-18.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.8	-3.5	-2.7	-3.6
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-3.7	-5.6
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	199.4	216.7
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	203.1	222.3
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.2	8.2
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-21.9	-25.1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	11.6	3.1	6.5	8.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	102.0	104.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	37.6	39.6	41.1	44.3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)*	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-3.9	-3.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.*	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.2	-0.8
Dług publiczny (Polska metodologia)*	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.6	54.6
Dług krajowy*	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	36.5	37.2

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy, *prognoza nie uwzględnia jeszcze zmian w OFE.

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.