

CitiWeekly

Gospodarka łąpie (na razie płytki) oddech

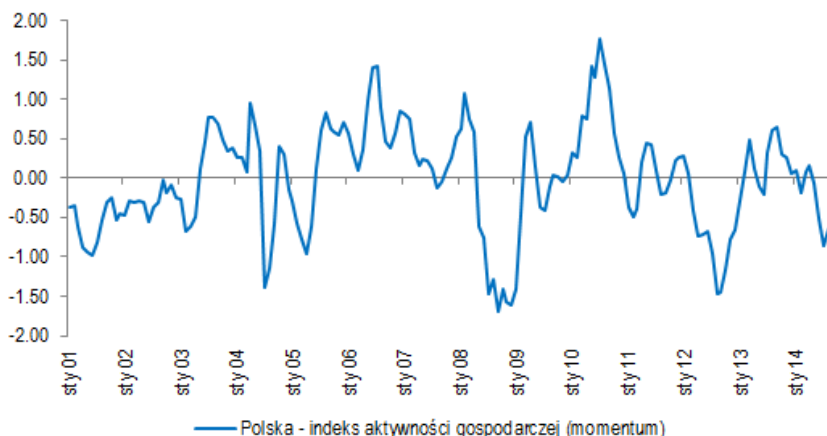
- Posiedzenie Fed pozostanie w centrum uwagi inwestorów oczekujących na sygnał, czy ostatnie wydarzenia na rynkach finansowych zachwiały gotowością amerykańskiego banku centralnego do podnoszenia stóp procentowych. Oczekujemy, że na październikowym posiedzeniu Komitet Otwartego Rynku Fed zdecyduje się na zakończenie programu zakupów aktywów.
- Z kolei w kraju na najbliższe dni nie zaplanowano żadnych istotnych publikacji danych makroekonomicznych. Uczestnicy rynku mają czas aby oswoić się z implikacjami płynącymi z już opublikowanych danych za wrzesień oraz z wypowiedziami członków Rady Polityki Pieniężnej.
- Według naszych szacunków lepsze od prognoz dane o produkcji przemysłowej, budowlanej, PMI oraz lekkie przyspieszenie realnej sprzedaży detalicznej są spójne z nieco wyższym niż wcześniej oczekiwaliśmy wzrostem PKB. Spodziewamy się, że w III kwartale wzrost wyniósł około 2,7-2,8% r/r. Choć wynik ten jest nieco lepszy niż sądziliśmy kilka tygodni temu, jest on jednak zdecydowanie gorszy od prognoz z połowy roku.
- Komentarze członków RPP sugerują, że przedstawiciele władz monetarnych są mocno podzieleni w kwestii dalszych obniżek stóp. Oczekujemy jeszcze jednej obniżki w listopadzie (najprawdopodobniej o 25 pb), ale dostarczenie jej przez RPP może być trudniejsze niż się powszechnie uważa.
- Ministerstwo Finansów do końca grudnia może sfinansować około 20% przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych.

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	1,75	0,05	1,89	3,55	0,75	2,70
IV KW 15	4,20	3,59	5,68	1,17	1,75	0,05	1,95	4,00	1,50	3,20

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn.26.09.2014 r.

Wykres 2. Wskaźnik „momentum” sugeruje, że dynamika aktywności gospodarczej uległa niewielkiej poprawie we wrześniu.



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Eurostat, GUS, Bloomberg.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

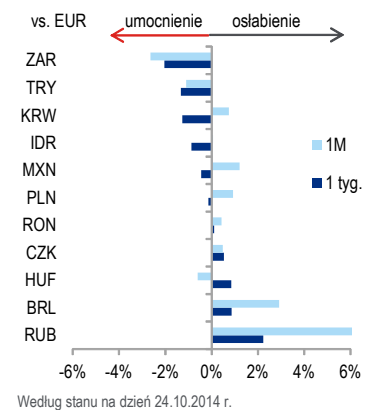
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 24.10.2014 r.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	2
- Tabela z prognozami	7

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
27 paź PONIEDZIAŁEK							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	X		103.3	104.7
10:00	EMU	Podaż pieniądza	% r/r	IX	2.4	2.20	2.00
14:45	USA	Indeks PMI dla usług	pkt	IX		57.8	58.9
15:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	% r/r	IX		2.2	-4.1
28 paź WTOREK							
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	IX	-1.7	0.5	-18.2
15:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	IX	89.0	87.0	86.0
15:00	USA	Indeks cen domów S&P Case-Shiller	% r/r	VIII		5.7	6.7
29 paź ŚRODA							
19:00	USA	Decyzja Fed	%	X		0.25	0.25
30 paź CZWARTEK							
10:00	EMU	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	X	99.30	99.7	99.9
10:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	X		-11.1	-11.4
13:30	USA	PKB	% r/r	III kw.	3.3	3.0	4.6
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	290	283.0	283
31 paź PIĄTEK							
11:00	EMU	HICP	% r/r	X	0.4	0.4	0.3
13:30	USA	Dochody konsumentów	% m/m	IX	0.3	0.3	0.3
13:30	USA	Wydatki konsumentów	% m/m	IX	0.2	0.1	0.5
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	X	59.0	60.0	60.5
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	X	87.0	86.4	86.4

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

Zapowiedź tygodnia

Fed

Na śródownym posiedzeniu Komitet Otwartego Rynku Fed zdecyduje o zakończeniu procesu zakupu aktywów, a tym samym QE3 oraz tzw. apering przejdą do historii. Dla uczestników rynków finansowych i tak najważniejsze będzie to, czy amerykański bank centralny zmienił swoje stanowisko w sprawie możliwych podwyżek stóp procentowych w 2015 roku. Citi od dłuższego czasu oczekuje, że do pierwszej podwyżki w Stanach może dojść dopiero około września 2015 r., przy czym ewentualne dalsze umocnienie dolara mogłoby opóźnić ten proces.

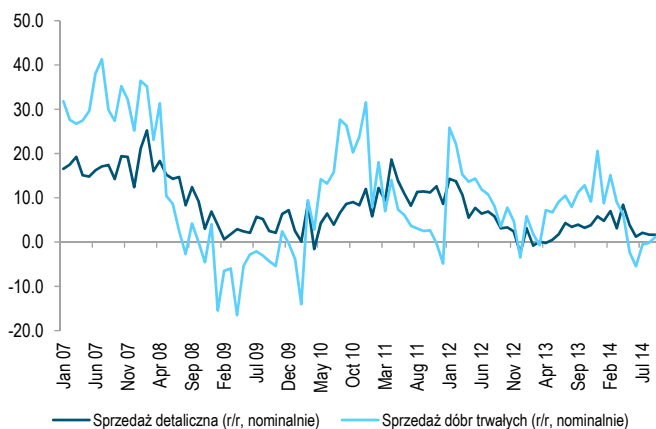
Miniony tydzień

Sprzedaż detaliczna

We wrześniu sprzedaż detaliczna wzrosła o 1,6% r/r (wobec 1,7% r/r w sierpniu), co było poniżej oczekiwań rynkowych oraz naszej prognozy (odpowiednio: 2,4% r/r i 3,3% r/r). Wzrost był niewielki mimo pozytywnego wpływu efektu kalendarzowego, tj. wyższej liczby dni roboczych. Dane pokazały, zgodnie z dobrymi danymi Samar, przyspieszenie wzrostu sprzedaży samochodów oraz szybszy wzrost sprzedaży żywności, do czego w pewnym stopniu przyczynił się wyższy wzrost cen żywności w danych CPI. Z kolei niższe ceny paliw obniżyły nieco wzrost sprzedaży paliw.

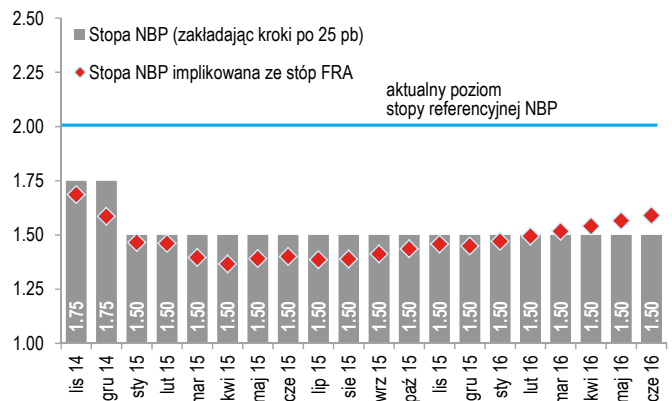
Niemniej największa niespodzianka dotyczyła kategorii włókno, odzież i obuwie, gdzie sprzedaż spadła o 3,9% r/r po wzroście w sierpniu o 19% r/r odejmując od wzrostu sprzedaży ogółem ponad 1 pkt proc. Skala niespodzianki w tej kategorii sugeruje, że może to być jedynie jednorazowe osłabienie, które może zostać skorygowane w danych za kolejne miesiące. Choć nominalny wzrost sprzedaży spowolnił, wzrost w ujęciu realnym nieznacznie przyspieszył do 3% r/r z 2,8% r/r w sierpniu.

Wykres 3. Sprzedaż detaliczna (nominalnie)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Ścieżka stóp procentowych implikowana przez rynek FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

PKB nieco wyższy od prognoz

Publikowane dotychczas dane makroekonomiczne skłaniają do nieco większego optymizmu w sprawie prognoz wzrostu. Nieznaczne przyspieszenie realnej dynamiki sprzedaży nastąpiło po serii lepszych od oczekiwań danych o PMI, produkcji przemysłowej i produkcji budowlanej, co częściowo zniwelowało efekt słabszych od oczekiwań danych za sierpień. Skonstruowany i monitorowany przez nas indeks „momentum” sugeruje, że aktywności gospodarcza uległa nieznacznej poprawie, choć niewątpliwie wciąż pozostaje na relatywnie niskim poziomie. W praktyce oznacza to, że dynamika PKB w ujęciu kwartał-do-kwartału zapewne osiągnęła już swoje minimum, a wzrost gospodarczy w ujęciu rok-do-roku mógł w III kwartale być nieco silniejszy od naszych wcześniejszych prognoz. Szacujemy, że PKB w III kw. wyniósł około 2,7-2,8% r/r.

Obniżka wcale nie jest przesądzona

Biorąc pod uwagę prawdopodobną rewizję projekcji inflacji w dół, na listopadowym posiedzeniu RPP oczekujemy kolejnej obniżki stóp procentowych, najprawdopodobniej o 25pb. Wbrew pozorom jednak w RPP nie ma większości, która jednoznacznie opowiadałaby się za obniżeniem stóp procentowych. Biorąc pod uwagę piątkowe komentarze Jerzego Hausnera dla agencji Bloomberg o tym, że stopy znajdują się na adekwatnym poziomie, naszym zdaniem obecnie za obniżką może chcieć głosować pięciu z dziesięciu członków RPP. Biorąc pod uwagę, że do zwolenników obniżki stóp należy również prezes Belka, powinno to wystarczyć do przesunięcia szali na rzecz dodatkowego poluzowania. Niemniej dostarczenie przez Radę obniżek na jakie liczą inwestorzy (ponad 50 pb) może nie być łatwe.

Ministerstwo zrealizuje 20% potrzeb do końca roku

Na ubiegłotygodniowej aukcji Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 6,1 mld zł, co zwiększyło poziom prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych do ok. 13%. Resort finansów sprzedał 2,26 mld zł 2-letnich obligacji OK0716 oraz 3,8 mld zł obligacji PS0719 przy wskaźniku popytu-do-podaży na poziomach odpowiednio 1,62 oraz 1,57 (wobec 4-letniej średniej dla aukcji podstawowych na poziomie 1,91). Kwota sprzedanych obligacji przekroczyła przedział podaży ogłoszony przez ministerstwo. Choć podaż była stosunkowo wysoka to popyt był wsparty przez znaczne wypłaty przez Ministerstwo Finansów dla inwestorów z tytułu kuponów (ok. 8 mld zł) oraz zapadalnych obligacji BGK (ok. 6,9 mld zł), które będą wypłacane na początku tego tygodnia. Po aukcji resort finansów sfinansował już ok. 13% potrzeb pożyczkowych i sądzymy, że do końca roku wyemituje przynajmniej 10 mld zł (ponad 3 mld zł na aukcję), co pozwoli zrealizować 20% potrzeb pożyczkowych na 2015 r., zaplanowanych przez rząd na poziomie 154,8 mld zł.

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	526
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 175	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 692
PKB per capita (USD)	11 168	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	13 650
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	12.1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	2.0	1.6	3.0
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	10.0
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.5
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	3.5
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	5.3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	0.0
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	3.55
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.16
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.07
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.23
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.18
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-6.6	-4.1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-0.8
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	4.5
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	222.6
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	218.1
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	7.0
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-21.5
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	97.3
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	-3.3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.4	-1.1	-1.7	-1.2
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	29.7

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 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.