

24 marca 2014 □ 7 stron

CitiWeekly

Gołębie sygnały z RPP

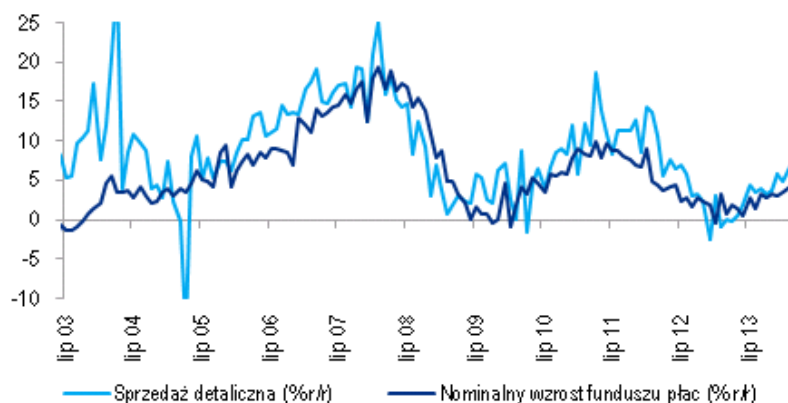
- W tym tygodniu poznamy dane o sprzedaży detalicznej za luty. Według naszych szacunków w poprzednim miesiącu doszło do przyspieszenia wzrostu sprzedaży do 6,1% r/r, a nasz szacunek jest zgodny z medianą prognoz rynkowych. Wsparciem dla sprzedaży były dobre dane z rynku pracy oraz dane o sprzedaży aut. Spodziewamy się co prawda wzrostu stopy bezrobocia do 14,1% w lutym z 14% w styczniu, jednak jest to wzrost wynikający z efektu sezonowego, podczas gdy główną tendencją jest przyspieszenie wzrostu zatrudnienia i poprawa warunków na rynku pracy.
- W lutym wzrost zatrudnienia przyspieszył do 0,2% r/r z 0% r/r w styczniu. Natomiast wzrost płac przyspieszył bardziej niż oczekiwano do 4% r/r. Sądzymy, że dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy będzie sprzyjać ożywieniu konsumpcji w kolejnych kwartałach.
- Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 5,3% r/r (po wyeliminowaniu różnic związanych z liczbą dni roboczych), a więc przyspieszyła w porównaniu z 4,1% wzrostem w styczniu. Dane okazały się jednak nieco gorsze od naszych i rynkowych oczekiwań. Z kolei duże wrażenie zrobiło przyspieszenie produkcji budowlanej (do 14,1% r/r), po relatywnie słabym styczniu. W pewnym stopniu do słabszej produkcji przemysłowej i lepszej budowlanej przyczyniła się lepsza pogoda w lutym w porównaniu do stycznia.
- Mimo stopniowo postępującego ożywienia gospodarczego, a przy niskiej inflacji komentarze członków RPP są stosunkowo łagodne. Choć A. Bratkowski zasugerował, że wolałby stosunkowo wczesnej podwyżki stóp to przyznał, że prawdopodobnie nastąpi ona dopiero w 2015 r.. Z kolei nowy członek RPP J. Osiatyński powiedział, że stopy procentowe mogłyby pozostać bez zmian nawet do końca 2015 r. Oczekujemy, że wypowiedzi RPP przyczynią się do spadku krótkoterminowych stóp FRA i stóp forward 1y1y w najbliższych miesiącach. Naszym zdaniem stopy procentowe wzrosną dopiero w 2015 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
II KW 14	4,24	3,05	5,17	1,39	2,50	0,10	2,70	4,60	1,65	2,80
II KW 15	4,20	3,00	5,19	1,40	3,00	0,10	3,33	4,95	1,90	3,40

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 21.03, pozostałe prognozy z dn. 26.2.2014 r.

Wykres 1. Oczekujemy przyspieszenia wzrostu sprzedaży detalicznej w lutym do 6,6% r/r.



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

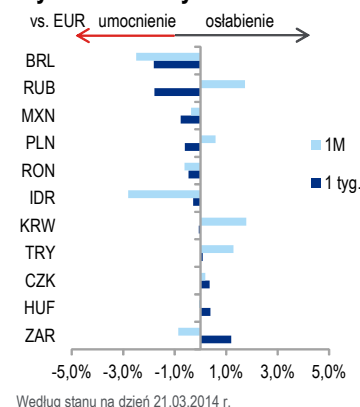
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 21.03.2014 r.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	6

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
24 mar PONIEDZIAŁEK							
09:58	EMU	Wstępny indeks PMI dla przemysłu	pkt	III	53,5	53,2	53,2
09:58	EMU	Wstępny indeks PMI dla usług	pkt	III	52,1	52,6	52,6
14:58	USA	Wstępny indeks PMI dla przemysłu	pkt	III		56,6	57,1
25 mar WTOREK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	II	6,6	6,0	4,8
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	II	14,1	14,1	14,0
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	III	110,1	110,9	111,3
14:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiler	% r/r	III		13,3	13,4
15:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	III	79,0	78,7	78,1
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	III	475	447	468
26 mar ŚRODA							
08:00	DE	Indeks Gfk	pkt	IV			8,5
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	II	0,0	1,1	-1,0
14:58	USA	Wstępny indeks PMI dla usług	pkt	III		54,2	53,3
27 mar CZWARTEK							
10:00	EMU	Podaż pieniądza	% r/r	II	1,2	1,3	1,2
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	320	326	320
13:30	USA	PKB	tys.	IV kw.	2,8	2,7	
16:00	USA	Niesfinalizowana sprzedaż domów	% r/r	II			-9,0
28 mar PIĄTEK							
11:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	III	101,5	101,3	101,2
13:30	USA	Dochody konsumentów	% m/m	II	0,1	0,4	0,3
14:30	USA	Wydatki konsumentów	% m/m	II	0,3	0,3	0,4
15:55	USA	Indeks nastrojów Michigan	pkt	III	81,5	80,6	81,6

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

Wystąpienia członków FOMC: Lockhart, Plosser (wtorek), Bullard (środa, czwartek), Pinalto (czwartek), George (piątek)

Zapowiedź tygodnia

Sprzedaż detaliczna

W lutym oczekujemy przyspieszenia wzrostu sprzedaży detalicznej do 6,6% r/r z 4,8% r/r w styczniu. Nasza prognoza jest nieznacznie powyżej rynkowego konsensusu na poziomie 6%. Wspierają ją stopniowo poprawiająca się sytuacja na rynku pracy, a szczególnie lepsze od oczekiwań dane o płacach za luty. Jednocześnie pozytywnym czynnikiem jest dalsze przyspieszenie wzrostu kredytów i poprawa zaufania konsumentów. W lutym dodatkowym czynnikiem zwiększającym sprzedaż może być sprzedaż samochodów ze względu na czasowe zawieszenie

ograniczenia na odpisy VAT od aut „z kratką”. W drugą stronę oddziaływać będzie niższa od oczekiwań inflacja za luty.

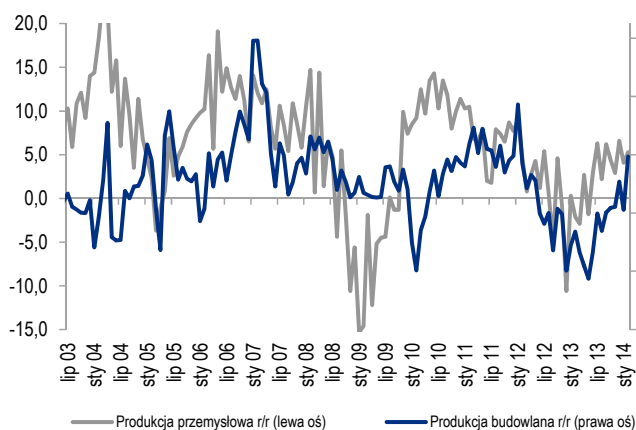
Miniony tydzień

Produkcja oraz płace wyraźnie w górę

Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 5,3% r/r (po wyeliminowaniu różnic związanych z liczbą dni roboczych), a więc przyspieszyła w porównaniu z 4,1% wzrostem w styczniu. Dane okazały się jednak nieco gorsze od naszych i rynkowych oczekiwań. Wyraźną poprawę odnotowano w przetwórstwie przemysłowym, podczas gdy spadki odnotowano w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię elektryczną, gaz oraz wodę, co było zapewne związane z łagodniejszymi niż rok wcześniej warunkami pogodowymi. Duże wrażenie robi przyspieszenie produkcji budowlanej (do 14,1% r/r), po relatywnie słabym styczniu. Złożyła się na to poprawa w firmach wznoszących budynki, podczas gdy w jednostkach zajmujących się wznoszeniem obiektów inżynierii lądowej i wodnej (drogi, mosty) produkcja praktycznie nie zmieniła się.

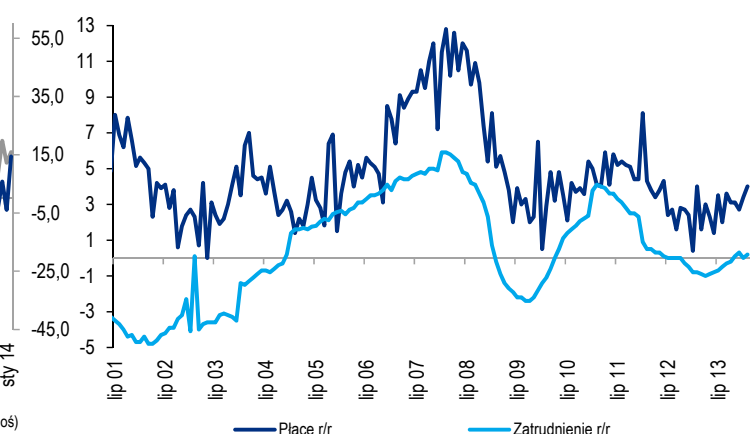
Dane z rynku pracy potwierdzają obserwowane od kilku miesięcy ożywienie. Przeciętna płaca nominalna wzrosła w lutym o 4%, podczas gdy zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się o 0,2% r/r. Dane są spójne z oczekiwaną przez nas poprawą sytuacji na rynku pracy, na którą wskazują również dane o liczbie nowych bezrobotnych oraz liczbie ofert pracy).

Wykres 2. Produkcja przemysłowa i budowlana



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 3. Płace i zatrudnienie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Podwyżki stóp zapewne dopiero w przyszłym roku

Dzięki poprawie na rynku pracy konsumpcja ma szansę rosnąć o przynajmniej 2,5-3%, nawet pomimo niepewności geopolitycznej. To z kolei oznacza, że ożywienie gospodarcze w Polsce będzie napędzane przez popyt krajowy. Niemniej jednak biorąc pod uwagę ujemną lukę popytową i niską inflację (prawdopodobnie około 1,5% pod koniec roku) RPP zapewne nie będzie spieszyć się z podwyżkami stóp procentowych.

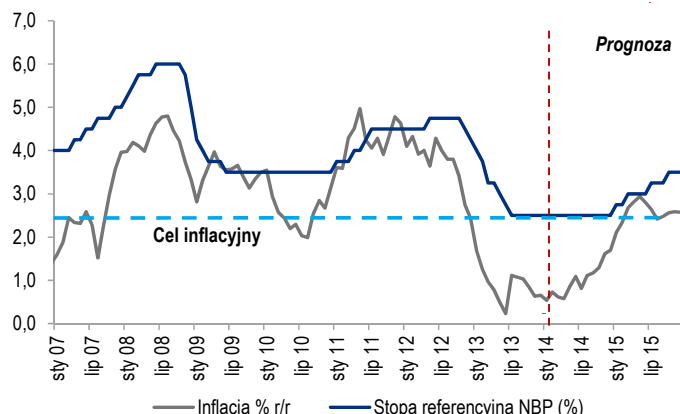
W minionym tygodniu pewne poruszenie na rynku wywołał wywiad WSJ z członkiem RPP Andrzejem Bratkowskim, w którym stwierdził, że chciałby rozpocząć cykl podwyżek stóp procentowych pod koniec roku. Członek RPP dodał jednak, że prawdopodobieństwo opóźnienia podwyżek wzrosło. W sumie ton wypowiedzi A. Bratkowskiego nie różni się diametralnie od tego co prezes Belka zakomunikował po ostatnim posiedzeniu RPP. Zaskoczenie inwestorów (wzrost stawek FRA) wynika stąd, że część uczestników rynku spodziewała się bardzo powolnego i opóźnionego cyklu podwyżek.

Jednak nowy członek RPP J. Osiatyński powiedział, że stopy procentowe mogłyby zostać bez zmian nawet do końca 2015 r. W jego opinii perspektywy wzrostu gospodarczego, inflacji oraz bilansu obrotów bieżących nie uzasadniają zacieśnienia polityki pieniężnej, podczas gdy stabilizacja stóp procentowych jest wartością dla gospodarki. Według Osiatyńskiego ważne z punktu widzenia polityki pieniężnej jest to, że projekcja inflacji pokazuje inflację sięgającą celu dopiero na koniec horyzontu projekcji i także wówczas następuje domknięcie luki popytowej. Ponadto, nie dostrzega on także ryzyka dla inflacji dopóki wzrost płac pozostaje poniżej wzrostu wydajności pracy. Jednocześnie jednak Osiatyński zanegował możliwość dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, gdyż zbyt niskie stopy mogłyby zdestabilizować gospodarkę poprzez spekulacyjny charakter akcji kredytowej.

J. Osiatyński jest członkiem Rady, który może być kluczowy dla decyzji o zmianach stóp procentowych w najbliższych kwartałach i w związku z tym jego komentarze są szczególnie istotne. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że RPP utrzyma gołębi ton w najbliższych miesiącach, podkreślając niską presję inflacyjną oraz możliwość utrzymania stóp na niezmiennym poziomie przez długi czas. Choć naszym zdaniem inflacja wzrośnie szybciej niż oczekuje tego obecnie rynek, to ten proces rozpocznie się dopiero w II połowie 2014 r. i dlatego obecnie nie spodziewamy się zmiany gołębih komentarzy członków RPP. W związku z tym oczekujemy ruchu w kierunku niższych stawek FRA oraz stopy forward 1y1y. Sądzymy też, że presja inflacyjna pojawi się dopiero w II połowie roku, co będzie oddziaływać na podwyższenie krótkiego końca krzywej.

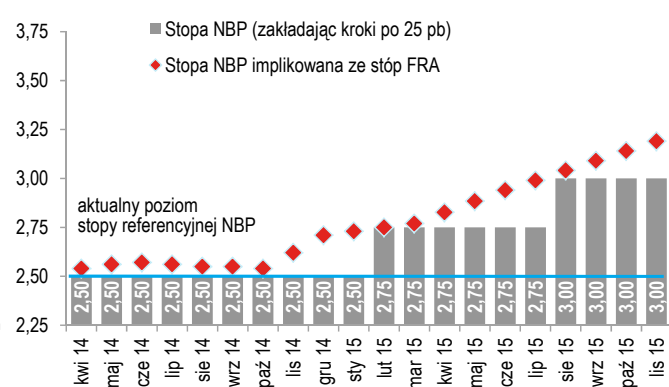
Naszym zdaniem do pierwszej podwyżki dojdzie najprawdopodobniej w I kw. 2015, gdy inflacja będzie już w pobliżu 2,5% a wzrost gospodarczy (zgodnie z naszymi prognozami) będzie utrzymywał się na poziomie powyżej 3,5%. Oczekujemy również, że po rozpoczęciu cyklu stopy będą podnoszone stopniowo, w krokach co 2-3 miesiące.

Wykres 4. Projekcja PKB banku centralnego



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 5. Implikowana ze stawek FRA stopa referencyjna NBP



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

Fed

Mimo ostatnio obserwowanych słabszych danych z amerykańskiej gospodarki na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Rada FOMC zdecydowała kolejny miesiąc z rzędu ograniczyć program skupu aktywów o 10 mld \$ do 55 mld począwszy od kwietnia. Najnowszy komunikat Fed opublikowany po marcowym posiedzeniu zawierał kilka zmian w porównaniu do tekstów z poprzednich miesięcy. Mianowicie nastąpiła zmiana ilościowego forward guidance na jakościowe. Zgodnie z oczekiwaniami analityków Citi Fed zmienił kryterium stopy bezrobocia na poziomie 6,5%, które determinowałoby moment rozpoczęcia prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej. Od tej chwili członkowie Fed będą brać pod uwagę szerszy zestaw wskaźników przy ocenie perspektyw polityki pieniężnej włączając w to dane o warunkach rynku pracy, wskaźniki inflacji oraz warunki na rynkach finansowych. Jednocześnie prognozy Fed zawierały obniżoną ścieżkę oczekiwanej stopy bezrobocia oraz podwyższoną ścieżkę stóp procentowych w horyzoncie projekcji. Mimo to prognozowane stopy wciąż pozostają poniżej długoterminowej ścieżki stóp wyznaczonej przez reguły polityki pieniężnej, takie jak reguła Taylora. Dodatkowo większość członków Rady FOMC uważa, że stopa referencyjna pozostanie wyraźnie poniżej stopy neutralnej szacowanej na 4% przez „dłuższy czas” nawet jeśli inflacja zbliży się do celu a zatrudnienie do poziomu równowagi. W swoim pierwszym wystąpieniu nowa szefowa Fed Janet Yellen powiedziała, że „dłuższy czas” może oznaczać ok. 6 miesięcy, co zostało odebrane przez rynek jako jastrzębi sygnał oraz przyczyniło się do wzrostu rentowności obligacji. Według ekonomistów Citi niekoniecznie oznacza to, że stopy procentowe zostaną podwyższone po ok. 6 miesiącach od zakończenia programu QE3, tj. ok. marca-kwietnia 2015 r. Będzie to jednak zależeć w dużej mierze od danych o inflacji i zatrudnieniu.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. 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	516	561
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,631	1,712
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,399	14,569
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	12,5
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6,8	5,1	1,6	3,9	4,5	1,9	1,6	3,4
Inwestycje (% r/r)	17,6	9,6	-1,2	9,3	11,2	-4,2	-5,0	8,3
Spożycie ogółem (% r/r)	4,6	6,1	2,0	3,4	1,6	1,0	1,1	2,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,9	5,7	2,1	3,2	2,6	1,2	0,8	2,7
Eksport (% r/r)	9,1	7,1	-6,8	12,1	7,7	2,8	3,9	5,9
Import (% r/r)	13,7	8,0	-12,4	13,9	5,5	-1,8	0,0	6,7
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,9	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	2,2
Inflacja CPI (% średnia)	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	1,5
Płace nominalne (% r/r)	9,1	10,5	4,2	3,6	4,9	3,4	2,6	3,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	3,00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5,37	5,41	3,56	3,46	4,57	4,01	2,41	3,32
Rentowność obligacji 10-letnich	5,93	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	4,80
USD/PLN (Koniec okresu)	2,45	3,00	2,87	2,96	3,44	3,08	3,10	2,88
USD/PLN (Średnia)	2,76	2,39	3,11	3,02	2,96	3,26	3,07	2,99
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,58	4,17	4,11	3,96	4,46	4,07	4,34	4,00
EUR/PLN (Średnia)	3,78	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,25	4,17
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20,3	-25,5	-9,7	-24,1	-25,8	-18,1	-7,8	-13,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,7	-4,8	-2,2	-5,1	-5,0	-3,7	-1,5	-2,5
Saldo handlu zagranicznego	-17,1	-26,0	-4,3	-11,8	-14,1	-6,7	2,6	2,1
Eksport	145,3	178,7	142,1	165,9	195,2	191,0	205,3	233,4
Import	162,4	204,7	146,4	177,7	209,3	197,7	202,7	231,3
Saldo usług	4,8	5,0	4,8	3,1	5,7	6,0	6,6	6,1
Saldo dochodów	-16,4	-12,8	-16,6	-19,1	-23,6	-22,6	-22,1	-27,9
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18,0	10,3	8,8	6,9	12,3	5,2	3,2	4,0
Rezerwy międzynarodowe	54,6	57,2	69,7	81,4	86,8	96,1	94,0	86,8
Amortyzacja	30,2	32,4	24,6	32,1	42,8	44,5	47,2	44,9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1,9	-3,7	-7,4	-7,9	-5,0	-3,9	-4,2	5,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,4	-1,4	-4,6	-5,2	-2,3	-1,1	-1,5	8,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	44,9	46,9	49,8	52,8	53,4	52,7	54,4	46,6
Dług krajowy	34,3	34,8	36,8	38,4	36,5	36,1	37,2	28,7

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

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.