

23 czerwca 2014 □ 6 stron

CitiWeekly

Sprzedaż detaliczna i sytuacja polityczna przyciągają uwagę rynku

- Na rozpoczynający się tydzień zaplanowano jedynie publikację danych o sprzedaży detalicznej w maju. Oczekujemy niewielkiego osłabienia nominalnej dynamiki sprzedaży do 7,4% r/r z 8,4% rok wcześniej.
- Jednocześnie uwaga rynków powinna koncentrować się na doniesieniach z krajowej polityki, a w szczególności na rozwijającej się „aferze podsłuchowej”.
- Spośród danych opublikowanych w minionym tygodniu najistotniejsze były informacje o słabszym od oczekiwań wzroście produkcji przemysłowej. Naszym zdaniem uzasadniają one nieco mniej optymistyczne spojrzenie na wzrost PKB w II kwartale.
- Dane z rynku pracy za maj pokazały przyspieszenie nominalnego wzrostu płac do 4,8% r/r z 3,8% w kwietniu. Biorąc pod uwagę bardzo niską inflację oznacza to ponad 4,5% wzrost płac realnych, który powinien wspierać dalsze ożywienie w konsumpcji indywidualnej.
- Oczekujemy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian przez długi czas i wbrew notowaniom rynku FRA nie spodziewamy się cięcia stóp w najbliższych miesiącach. Do obniżki mogłoby dojść tylko w przypadku głębokiego spowolnienia lub wyraźnego i nagłego umocnienia złotego.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

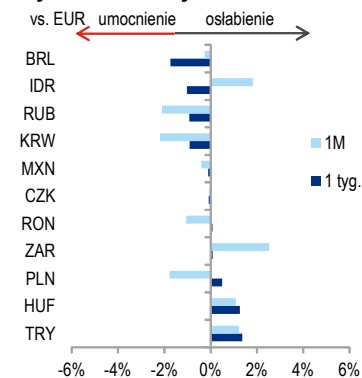
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



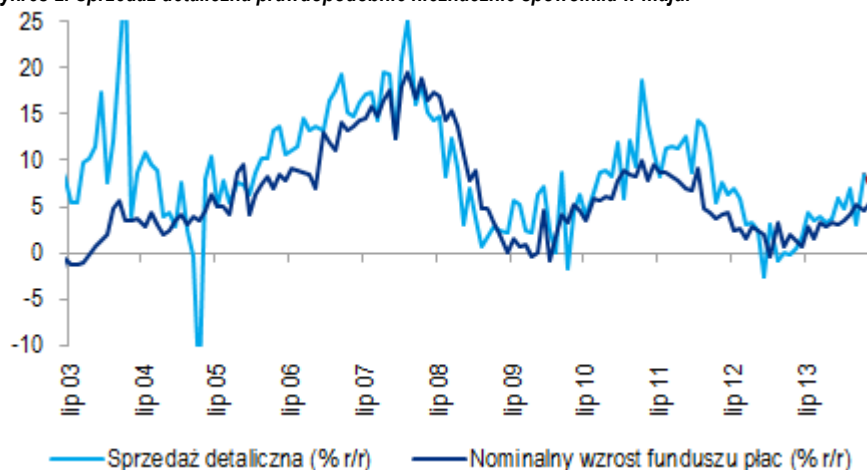
Według stanu na dzień 13.06.2014 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
III KW 14	4,24	3,07	5,30	1,38	2,50	0,10	2,72	4,05	1,60	2,95
III KW 15	4,15	3,01	5,19	1,38	3,00	0,10	3,25	4,75	1,80	3,50

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 21.5.2014 r.

Wykres 2. Sprzedaż detaliczna prawdopodobnie nieznacznie spowolniła w maju.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	2
- Tabela z prognozami	5

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
24 cze WTOREK							
11:00	DE	Indeks Ifo	pkt	VI	110.0	110.2	110.4
15:00	USA	Ceny domów Case-Shiller	%	IV		11.5	12.4
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	VI	83.5	83.5	83.0
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	V	435	439	433
25 cze ŚRODA							
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	tys.	V	-2.5	0.0	0.6
14:30	USA	PKB	% r/r	I kw.	-2.0	-1.7	-1.0
26 cze CZWARTEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	V	7.4	6.2	8.4
14:30	USA	Dochody konsumentów	% r/r	V	0.4	0.4	0.3
14:30	USA	Wydatki konsumentów	% r/r	V	0.4		-0.3
14:30	EMU	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	IV	315.0	310	312
27 cze PIĄTEK							
11:00	EMU	Wskaźnik nastrojów gospodarczych	pkt	VI	103.2	103.0	102.7
15:55	USA	Indeks nastrojów Michigan	pkt	VI	82.0	81.9	81.2
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	VI		-6.7	-7.1

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

Zapowiedź tygodnia

Sprzedaż detaliczna

Oczekujemy 7,4% r/r wzrostu sprzedaży detalicznej w maju, a więc nieco wolniejszego niż 8,4% w kwietniu, choć znacznie szybszego niż przeciętnie w trzech pierwszych miesiącach roku. Naszym zdaniem do takiego wzrostu powinno przyczyniać się ożywienie na rynku pracy (dalszy wzrost funduszu płac) oraz szybsza dynamika akcji kredytowej. W połączeniu z lepszymi nastrojami konsumentów powinno to wspierać wzrost sprzedaży w kolejnych miesiącach.

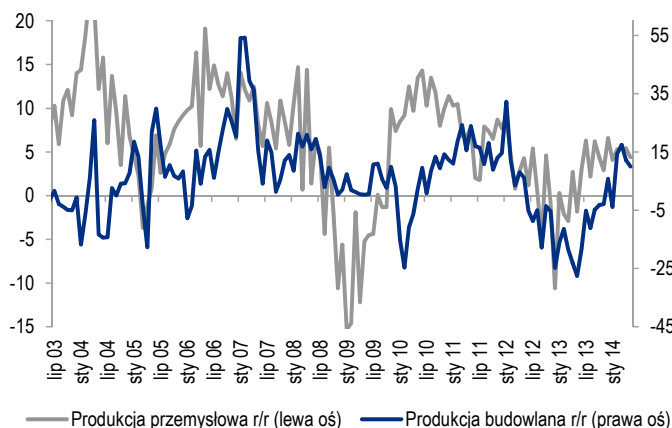
Miniony tydzień

Produkcja przemysłowa

Wzrost produkcji przemysłowej spowolnił w maju do 4,4% r/r z 5,4% w kwietniu, co było poniżej rynkowych oczekiwań na poziomie ok. 6% i naszej prognozy 6,8% r/r. Jednocześnie jednak spowolnienie wzrostu produkcji było w zgodzie ze spadkiem indeksu PMI do 50,8 pkt. Po odsezonowaniu wzrost produkcji przemysłowej spowolnił z 5,3% r/r w kwietniu do 2,7% r/r (-1,5% m/m sa), najniższego tempa wzrostu od sierpnia 2013 r. Jednak najbliższe miesiące pokażą, czy ten czynnik jest

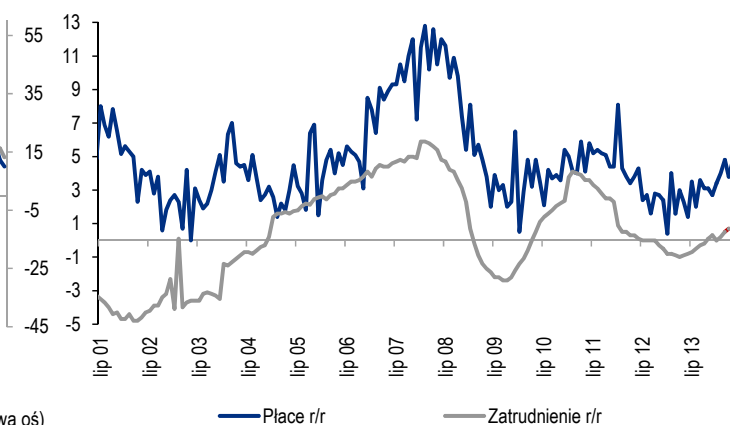
wystarczający. Ponadto, wzrost produkcji budowlanej spowolnił do 10% r/r z 12,2% r/r w kwietniu, co również było poniżej naszego szacunku na poziomie 14,4%.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Płace i zatrudnienie



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Po danych o produkcji zdecydowaliśmy się zrewidować prognozę wzrostu PKB w II kw. do 3% r/r z 3,2% r/r. Słabe dane o produkcji przemysłowej za maj wpisują się bowiem w trend negatywnych niespodzianek w produkcji przemysłowej od początku roku. Niemniej jednak głównym motorem wzrostu gospodarczego pozostaje konsumpcja prywatna, która jest wspierana przez stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy. Ponadto wyższa od wcześniejszych oczekiwań nadwyżka handlowa powinna wspierać pozytywną kontrybucję eksportu netto. Tym samym pomimo niewielkiej rewizji oczekiwań dotyczących drugiego kwartału nie zmieniamy prognozy wzrostu PKB na cały rok na poziomie 3,4% r/r.

Jeżeli aktywność gospodarcza nie pogorszy się istotnie, a inflacja nie spadnie bardziej niż oczekujemy, stopy procentowe powinny pozostać na dotychczasowym poziomie przez długi czas. Biorąc pod uwagę prognozowane ożywienie w popycie krajowym w II połowie roku i w 2015 r. oczekujemy, że zacieśnienie polityki pieniężnej na koniec przyszłego roku będzie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. Jednak jeśli inflacja spadnie bardziej lub pozostanie poniżej 0% przez dłuższy czas niż się obecnie oczekuje (zakładamy przejściowy spadek do -0,1% r/r w lipcu i sierpniu), a dane o aktywności gospodarczej pokażą osłabienie wzrostu gospodarczego, wówczas obniżki stóp procentowych o 25-50 pb nie mogą być wykluczone. Za obniżką mogłoby przemawiać również znaczne umocnienie złotego, na przykład istotnie poniżej poziomu 4,0 EUR/PLN.

Rynek pracy

Dane z rynku pracy za maj pokazały przyspieszenie wzrostu płac do 4,8% r/r z 3,8% r/r w kwietniu. Wzrost okazał się silniejszy od konsensusu i nieco niższy od naszych szacunków (odpowiednio 4,4% oraz 5,1%). Biorąc pod uwagę inflację bliską zera, silny nominalny wzrost płac przełożył się na wzrost płac w ujęciu realnym o 4,6% r/r. Jednocześnie zatrudnienie wzrosło o 0,7% r/r, a więc nieco mniej niż oczekiwano. Dane potwierdzają, że sytuacja na rynku pracy stopniowo się poprawia i

spodziewamy się, że ten trend będzie kontynuowany w kolejnych kwartałach.

Zmiany w ustawie o NBP

Rząd przyjął założenia do ustawy o NBP, które zakładają wprowadzenie „nakładających się” kadencji członków RPP, jak również umożliwienie bankowi centralnemu zakup aktywów w przypadku kryzysu stabilności finansowej. Choć poprawka była tematem nagranych i udostępnionych w ostatnim dniach rozmów, rząd postanowił kontynuować pracę nad ustawą. Pomimo kontrowersji uważamy, że zmiany zaproponowane w poprawce, a w szczególności dotyczące wprowadzenia rotacyjności kadencji członków RPP, będą korzystne dla jakości polityki pieniężnej w Polsce.

Wzrost ryzyka politycznego

W minionym tygodniu uwaga rynków skierowała się na opublikowane nagrania rozmów niektórych polityków oraz szefa banku centralnego. Dalszy rozwój sytuacji w kraju zależy w pewnym stopniu od rodzaju treści w kolejnych publikacjach podsłuchanych rozmów. Z punktu widzenia rynków istotne wydaje się to, że choć Polska cieszyła się wyjątkową stabilnością polityczną przez ostatnie siedem lat, to podwyższone ryzyko polityczne zapewne utrzyma się przynajmniej do kolejnych wyborów, które wyłonią nową koalicję. Biorąc to pod uwagę sądzimy, że obecnie rynki finansowe nie doceniają w pełni ryzyka politycznego, a jego uwzględnienie może w średnim okresie częściowo odbić się na notowaniach złotego.

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	554
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 175	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 698
PKB per capita (USD)	11 168	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 395
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	3.4
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	8.3
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.7
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	5.9
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	6.7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	1.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.8
Płace nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	5.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.52	5.61	3.76	3.66	4.77	4.21	2.61	2.62
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	4.20
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.15
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.05
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.28
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.21
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-6.6	-13.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-2.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	2.1
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	233.2
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	231.1
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	6.1
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-27.8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.3	5.2	5.2	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	87.5
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	49.3	46.9
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	47.5
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.6	30.3

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.