

CitiWeekly

Słabsze dane o produkcji i sprzedaży wspierają obniżkę stóp

- Publikowane w minionym tygodniu dane w większości przypadków rozczarowały. Wzrost produkcji przemysłowej i budowlanej spowolnił do ok. 1,5% r/r, wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił do blisko 0% r/r. Jednocześnie wzrost zatrudnienia przyspieszył jedynie do 1,2% r/r.
- Jednak słabsze dane wynikały z czynników przejściowych lub statystycznych. Wzrost produkcji po korekcie o dni robocze był sporo wyższy, podobnie jak wzrost sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym. Z kolei wzrost zatrudnienia rozczarował jedynie z powodu mniejszego niż zakładała większość ekonomistów efektu zmiany próby GUS.
- W rzeczywistości dane z rynku pracy potwierdzają stopniowe ożywienie, o czym świadczy wspierany przez niską inflację najszybszy od 6 lat wzrost realnego funduszu płac. To powinno przełożyć się pozytywnie na konsumpcję w perspektywie kolejnych miesięcy. Z kolei pozytywnym sygnałem dla produkcji jest napędzany przez zamówienia krajowe wysoki poziom indeksu PMI jak również oczekiwane lepsze od konsensusu wyniki gospodarki niemieckiej i strefy euro.
- Wciąż oczekujemy obniżki stóp procentowych o 25 pb w marcu i kolejnej o 25 pb w II kw. Obniżka stóp procentowych o 50 pb na najbliższym posiedzeniu nie może być wykluczona, ale byłaby możliwa jedynie w przypadku znacznego umocnienia złotego lub niskiej ścieżki inflacji i wzrostu w nowej projekcji NBP.
- Ministrowie finansów Eurogrupy uzgodnili przedłużenie programu pomocowego dla Grecji o 4 miesiące, uzależniając wsparcie finansowe od konkretnych warunków. Grecki rząd miałby się zgodzić na utrzymanie ram dotychczasowego programu, którego pewne zapisy (jeszcze nie sprecyzowane) miałyby ulec zmianie. Lista zmian miałaby zostać dostarczona przez rząd grecki dziś, aby Eurogrupa mogła ją zaakceptować jutro, a parlamenty krajów strefy euro mogły przyjąć porozumienie do końca lutego. Lista reform miałaby zostać uszczegółowiona do końca kwietnia. Uгода miałaby dać czas na przygotowanie nowego 3-go programu pomocowego.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
I KW 15	4,34	3,90	5,79	1,11	1,50	0,05	1,61	1,70	0,55	1,95
I KW 16	4,17	4,26	5,64	0,98	1,50	0,05	1,72	2,95	0,75	2,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dn. 20.2.2015, pozostałe z dn. 22.1.2015 r

Wykres 2. Szczegółowe rozbięcie danych o PKB w IV pokaże naszym zdaniem niewielkie spowolnienie konsumpcji prywatnej poniżej 3% oraz inwestycji poniżej 9%.



Źródło: GUS, Citi Research

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

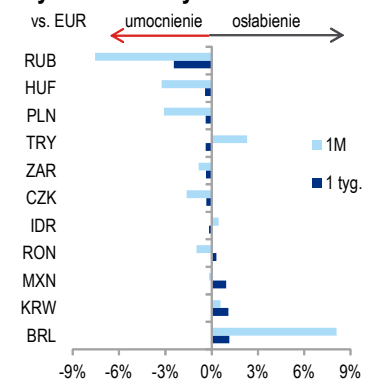
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 20.02.2015 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
23 lut PONIEDZIAŁEK							
	CN	Nowy rok					
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	II	108.7	107.7	106.7
16:00	USA	Sprzedaż domów	mln	I	5.01	5.03	5.04
24 lut WTOREK							
	CN	Nowy rok					
08:00	DE	PKB	% kw/kw	IV kw.	-	0.7	0.1
11:00	EMU	HICP	% r/r	I	-	-0.6	-0.2
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller	% r/r	XII	-	4.4	4.3
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	II	-	100.0	102.9
25 lut ŚRODA							
02:45	CN	PMI HSBC dla przemysłu	pkt	II	-	-	49.7
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	II	-	100.0	102.9
16:00	USA	Wystąpienie J. Yellen					
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	I	-	487	481
26 lut CZWARTEK							
08:00	DE	Indeks zaufania konsumentów GfK	pkt	I	-	9.4	9.3
11:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	II	-	-	-8.5
11:00	EMU	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	II	-	-	101.2
14:30	USA	CPI	% m/m	I	-	-	-0.4
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	I	-	-	-3.4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	II	-	-	283.0
16:00	USA	Indeks Philly Fed	pkt	I	-	20.0	24.5
27 lut PIĄTEK							
10:00	PL	PKB	% r/r	IV kw.	3.0	3.0	2.7
10:00	PL	Konsumpcja prywatna	% r/r	IV kw.	2.9	3.0	3.2
10:00	PL	Inwestycje	% r/r	IV kw.	8.8	8.8	9.9
14:30	USA	PKB	% kw/kw an	IV kw.	-	-	2.6
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	II	-	-	59.4
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	% r/r	I	-	-	6.1
16:00	USA	Indeks Michigan	% r/r	I	-	-	98.1

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

Zapowiedź tygodnia

Wzrost PKB

Pod koniec tygodnia GUS opublikuje szczegółowe rozbięcie danych o PKB za IV kwartał 2014 r. Roczne dane o PKB pokazały mniejsze niż oczekiwano spowolnienie wzrostu popytu krajowego. Biorąc pod uwagę dane za cały rok oraz wstępny odczyt za IV kwartał 2014 r. sądzimy, że w IV kwartale 2014 r. wzrost konsumpcji prywatnej spowolnił do 2,9% r/r z 3,2% r/r w III kwartale 2014 r. a wzrost inwestycji spowolnił do 8,8% r/r z 9,9% r/r.

Stopy na Węgrzech prawdopodobnie bez zmian

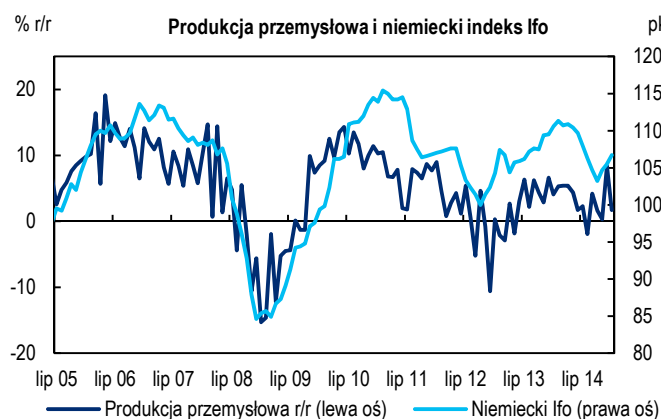
Oczekujemy utrzymania stóp procentowych węgierskiego banku centralnego na niezmienionym poziomie. Choć komentarze węgierskiej Rady Polityki Pieniężnej stały się bardziej gołębie, biorąc pod uwagę spadek inflacji bazowej oraz ostatnio obserwowane umocnienie waluty, to najprawdopodobniej nie zmieni to stóp procentowych na lutowym posiedzeniu.

Miniony tydzień

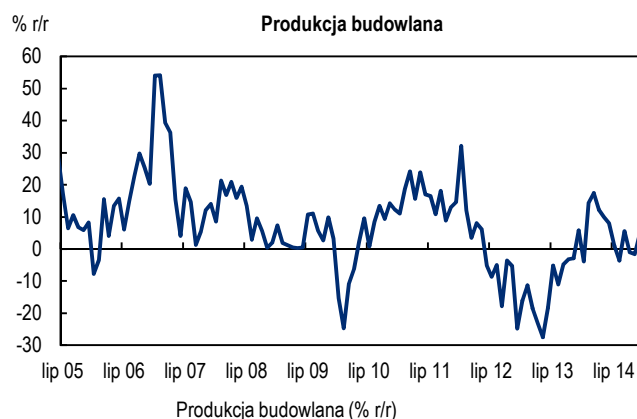
Po korekcie o dni robocze produkcja spowolniła nieznacznie

Wzrost produkcji przemysłowej spowolnił w styczniu do 1,7% r/r z 7,9% r/r w grudniu, co było poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie 2,6% oraz poniżej naszej prognozy na poziomie 2,2%. Takie osłabienie wynikało w dużej mierze z efektu mniejszej liczby dni roboczych, gdyż po korekcie o efekt dni roboczych wzrost produkcji wyniósł 4% wobec 4,9% w grudniu. Negatywna niespodzianka przynajmniej częściowo może być wyjaśniona przez negatywny wpływ strajku w sektorze górniczym, ale prawdopodobnie straty w produkcji zostaną odrobione w kolejnych miesiącach. Ponadto, oczekujemy, że w kolejnych miesiącach dane o produkcji będą wspierane przez poprawę perspektyw gospodarczych w strefie euro i w Niemczech, ale także poprawę w zamówieniach krajowych, które w ostatnim czasie były czynnikiem, który stał za odbiciem indeksu PMI. Jednocześnie, wzrost produkcji budowlanej spowolnił do 1,3% r/r z 5% w grudniu, co było poniżej konsensusu na poziomie 2,2% r/r oraz naszego szacunku 2,3% r/r.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa spowolniła



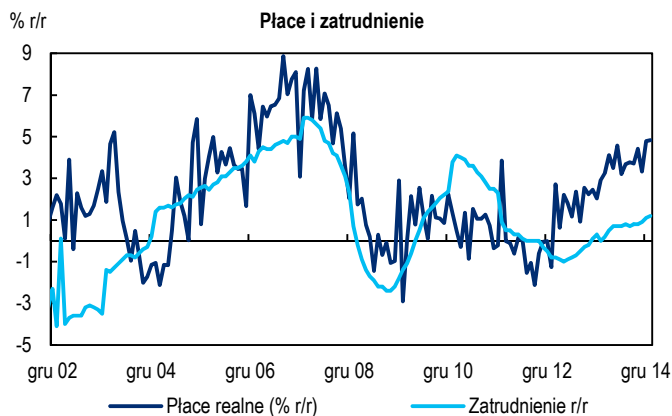
Wykres 4. Podobnie jak produkcja budowlana



... podobnie jak sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym

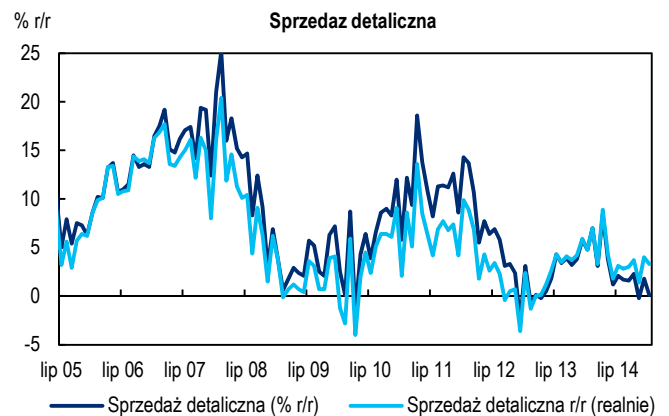
Wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił w styczniu do 0,1% r/r z 1,8% r/r, co było poniżej rynkowego konsensusu na poziomie 0,9% r/r oraz naszej prognozy na poziomie 2,2%. Jednak, ważniejszy dla perspektyw konsumpcji prywatnej jest wzrost sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym, a ten spowolnił w styczniu jedynie do 3,3% r/r z 4% w grudniu. Słabość sprzedaży detalicznej w ujęciu nominalnym wynika w dużej mierze z pogłębienia spadku sprzedaży paliw do -16,5% r/r wobec -8,8% r/r w grudniu, co wynikało ze spadku cen paliw. Jednak nawet po dostosowaniu o zmianę cen paliw spadek sprzedaży paliw także się pogłębił do -7,2% r/r wobec -4,8% r/r w listopadzie. Jednocześnie, nominalny wzrost sprzedaży bazowej (z wyłączeniem aut, paliw i żywności) przyspieszył do 3,7% r/r z 3%, a w ujęciu realnym do 4,9% z 4,7%. Tymczasem, realny wzrost sprzedaży dóbr trwałego użytku przyspieszył do 2,7% r/r wobec -1% w grudniu. W kolejnych miesiącach sądzimy, że konsumpcja będzie wspierana przez wciąż poprawiające się warunki na rynku pracy oraz przyspieszenie realnego wzrostu funduszu płac, podczas gdy stopniowy wzrost inflacji będzie wspierał wzrost sprzedaży w ujęciu nominalnym.

Wykres 5. Realny wzrost płac wciąż przyspiesza



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 6. Realny wzrost sprzedaży wspierany przez deflację



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Najsilniejszy realny wzrost płac od 6 lat

Dane za styczeń potwierdziły kontynuację ożywienia na rynku pracy. Nominalny wzrost płac wyniósł 3,6% r/r, tj. nieco szybciej niż zakładaliśmy i niż oczekiwał rynek. Jednocześnie taki wynik, biorąc pod uwagę ujemną inflację przekłada się na przyspieszenie realnego wzrostu płac do 5%. Fakt, że nominalne płace nie spowalniają w ostatnich miesiącach mimo utrzymującej się deflacji jest sygnałem potwierdzającym poprawiającą się sytuację na rynku pracy. To samo potwierdza także kontynuacja wzrostu zatrudnienia. Choć wzrost zatrudnienia o 1,2% r/r w styczniu był wolniejszy niż oczekiwano (Citi: 1,3% r/r, rynek: 1,5% r/r) to wynikało to głównie z czynników techniczno-statystycznych. Większość analityków oczekiwała znaczącego pozytywnego wpływu zmiany próby przedsiębiorstw przez GUS, podczas gdy w rzeczywistości ten pozytywny efekt okazał się mniejszy niż oczekiwano. W naszej opinii trudno traktować to jako sygnał pogorszenia popytu na pracę.

Styczeniowe dane wspierają obniżkę stóp w marcu

Słabsze od oczekiwań dane o produkcji i sprzedaży wspierają nasz bazowy scenariusz przewidujący obniżkę stóp procentowych o 25 pb w marcu. Co prawda dane z rynku pracy potwierdzają, że gospodarka jest na ścieżce stosunkowo wysokiego wzrostu gospodarczego, jednak dla RPP kluczowy będzie przedłużający się okres deflacji, na co zwrócono uwagę w ostatnim komunikacie RPP. Oczekujemy kolejnej obniżki stóp o 25 pbw II kwartale. Jednocześnie jednak, nie wykluczamy scenariusza obniżki stóp w marcu o 50 pb, jednak wymagałoby to znacznego umocnienia waluty lub pesymistycznych projekcji NBP.

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	477	525	496	526	548	468
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 273	1 344	1 437	1 554	1 616	1 662	1 726	1 790
PKB per capita (USD)	13 982	11 332	12 382	13 626	12 879	13 662	14 235	12 175
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	11,7	10,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	1,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,3	3,7
Inwestycje (% r/r)	9,6	-1,2	9,7	12,2	-4,3	-3,7	10,8	6,6*
Spożycie ogółem (% r/r)	6,1	2,0	2,8	1,7	0,7	1,3	2,9	2,7*
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5,7	2,1	2,7	2,9	0,9	1,0	3,0	3,0*
Eksport (% r/r)	7,1	-6,8	12,9	7,9	4,3	5,0	4,3	4,0*
Import (% r/r)	8,0	-12,4	14,0	5,5	-0,6	1,8	6,8	4,8*
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	-1,0	1,5
Inflacja CPI (% średnia)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,2
Place nominalne (% r/r)	10,5	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,7	3,7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5,88	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	1,63
Rentowność obligacji 10-letnich	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,52	3,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,00	2,87	2,96	3,40	3,10	3,01	3,52	4,25
USD/PLN (Średnia)	2,39	3,11	3,02	2,96	3,26	3,16	3,15	4,08
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,19
EUR/PLN (Średnia)	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,26
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25,5	-9,7	-24,1	-27,06	-17,57	-7,01	-6,43	-7,50
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,8	-2,2	-5,1	-5,2	-3,5	-1,3	-1,2	-1,6
Saldo handlu zagranicznego	-26,0	-4,3	-11,8	-17,4	-9,2	0,9	0,6	-0,7
Eksport	178,7	142,1	165,9	184,2	181,1	197,8	190,6	177,5
Import	204,7	146,4	177,7	201,6	190,3	196,9	190,0	178,2
Saldo usług	5,0	4,8	3,1	7,3	8,0	10,6	8,6	8,1
Saldo dochodów	-12,8	-16,6	-19,1	-18,0	-16,1	-18,0	-15,8	-14,9
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10,3	8,8	6,9	13,8	6,6	3,7	-9,0	-10,0
Rezerwy międzynarodowe	57,2	69,7	81,4	89,7	100,3	99,3	94,1	94,1
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	-2,9	-2,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,4	-4,6	-5,2	-2,4	-1,0	-1,5	-0,8	-0,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,9	49,8	52,8	52,5	52,0	53,1	47,0	47,4
Dług krajowy	34,8	36,8	38,4	35,9	35,7	37,0	29,4	29,3

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy. *prognozy sprzed rewizji wzrostu PKB w górę do 3,7% r/r z 3,4% r/r poprzednio.

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.