

CitiWeekly

Rynki globalne pod wpływem Fed, w kraju sprzedaż detaliczna

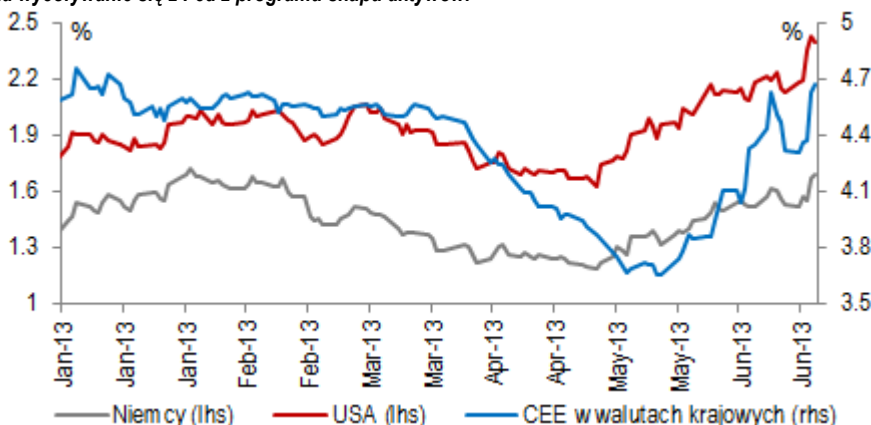
- Najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia było posiedzenie FOMC, po którym amerykański bank centralny zapowiedział warunkowe wycofywanie się z programu skupu aktywów w dalszej części roku. Komunikat ten doprowadził do umocnienia dolara oraz znacznej wyprzedaży obligacji zarówno na bazowych jak i wschodzących rynkach.
- W minionym tygodniu opublikowano serię danych z krajowej gospodarki. Dane o bilansie płatniczym za kwiecień pokazały rekordowo wysoką nadwyżkę w obrotach bieżących (ok. 0,5 mld EUR), która wynikała z większego od prognoz wzrostu eksportu, przy wciąż słabym popycie krajowym. Dane z rynku pracy były nieco gorsze od prognoz przy wciąż umiarkowanie niskim wzroście wynagrodzeń i około 1% spadku zatrudnienia.
- Produkcja przemysłowa w Polsce spadła w maju o 1,8% r/r, co było bliskie oczekiwań, natomiast produkcja budowlana spadła aż o 27,5%, znacznie bardziej niż wskazywał rynkowy konsensus. Oczekujemy ożywienia w produkcji dopiero w II połowie roku wraz z ożywieniem popytu u głównych partnerów handlowych.
- W tym tygodniu oczekujemy spadku sprzedaży detalicznej w maju o 0,5% r/r, do czego powinien przyczynić się spadek inflacji w maju, słabsze dane z rynku pracy i wciąż nienajlepsze nastroje wśród konsumentów. Z kolei w USA dane o zamówieniach na dobra trwale będą - naszym zdaniem - stosunkowo dobre, a dane o PKB za I kw. będą prawdopodobnie zrewidowane w górę.
- Dane publikowane w tym miesiącu powinny mieć ograniczony wpływ na decyzje RPP. Ostatnie komentarze członków Rady wspierają nasz bazowy scenariusz zakończenia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w lipcu po jeszcze jednej obniżce o 25 pb, choć słabość złotego może być argumentem za pozostawieniem stóp bez zmian.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
III KW 13	4,37	3,19	5,14	1,37	2,50	0,50	2,75	1,50	2,25
III KW 14	4,33	3,14	5,03	1,38	3,00	0,25	3,50	1,50	3,10

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 19.06.2013 r.

Wykres 2. Rentowności 10-letnich obligacji na rynkach bazowych i rynkach CEE rosną w oczekiwaniu na wycofywanie się z Fed z programu skupu aktywów.



Źródło: Reuters, GUS prognozy Citi Handlowy

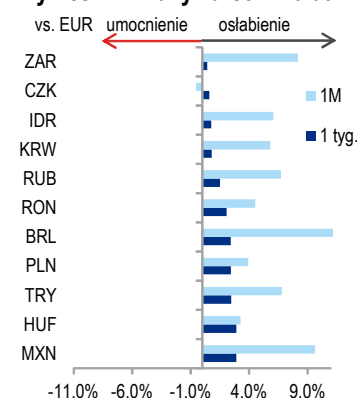
Piotr Kalisz, CFA

+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 21.06.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	21/6/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.33	2.0%	3.5%	6.3%	-8.8%
USD/PLN	3.29	3.4%	1.5%	6.6%	-10.3%
EUR/USD	1.32	-1.4%	2.0%	-0.2%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	2.75	0	-25	-150	-25
WIBOR 3M	2.74	-1	-6	-139	-86
FRA1x4	2.64	10	3	-117	-113
FRA3x6	2.63	16	20	-77	-145
FRA6x9	2.72	26	38	-32	-168
FRA9x12	2.88	39	56	-4	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1290.4	-7.2%	-6.2%	-22.9%	7.0%
Ropa	102.2	-3.0%	-1.4%	-6.4%	-7.8%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2233.6	-9.9%	-5.8%	-13.5%	20.4%
S&P	1592.4	-2.1%	-4.6%	11.7%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.69	17	31	39	-52
10Y Treasuries	2.40	28	48	65	-12

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	7

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
24 cze PONIEDZIAŁEK							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	VI	106.8	106.0	105.7
25 cze WTOREK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	V	-0.5	0.0	-0.8
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	V	13.6	13.7	14.0
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	V	2.6	3.0	3.5
15:00	USA	Indeks cen domów Case Shiller 20	r/r	IV		10.7	10.9
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	VI	75.0	76.6	76.2
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	V	0.5	0.460	0.454
26 cze ŚRODA							
08:00	DE	Indeks nastrojów konsumentów Gfk	pkt	VII		6.500	6.500
14:30	USA	PKB	% r/r	I kw.	2.6	2.4	2.4
27 cze CZWARTEK							
11:00	EMU	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	VI		90.3	89.4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	350.0	345.0	354.0
14:30	USA	Dochody konsumentów	%	V	0.3	0.2	0.0
14:30	USA	Wydatki konsumentów	%	V	0.2	0.3	-0.2
16:00	USA	Niezakończona sprzedaż domów	%	VI		0.5	0.3
28 cze PIĄTEK							
15:45	USA	Chicago PMI	%	VI	53.0	55.0	58.7
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	VI	83.0	83.0	82.7

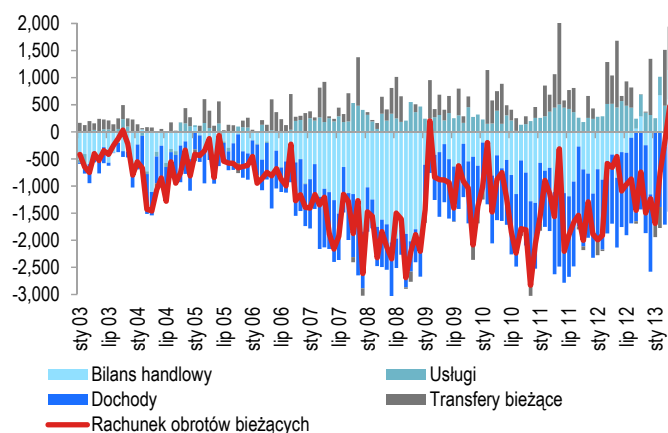
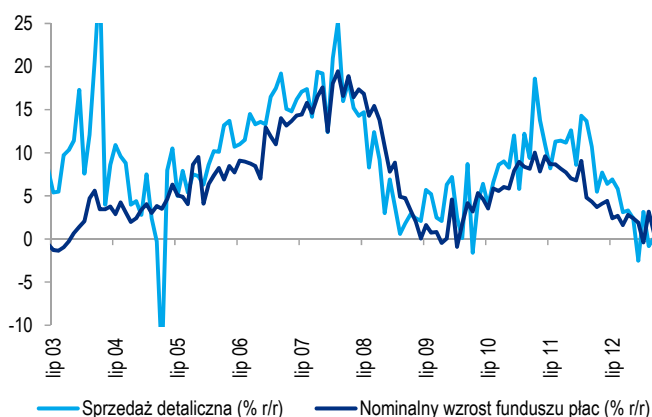
Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedź tygodnia

Sprzedaż detaliczna

Według naszych prognoz sprzedaż detaliczna w ujęciu nominalnym spadła w maju o 0,5% r/r, co oznacza niewielkie spowolnienie wobec spadku o 0,2% w kwietniu. Słaba sprzedaż w ujęciu nominalnym wynikała również z kontynuacji spadku cen paliw oraz niewielkiego wzrostu cen żywności. Nieco słabsze od prognoz dane z rynku pracy za maj również powinny oddziaływać w kierunku spowolnienia wzrostu sprzedaży. Biorąc pod uwagę spadek inflacji, oczekujemy stopniowego ożywienia konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach.

Wykres 3. Sprzedaż detaliczna vs. nominalny wzrost funduszu płac (% r/r) Wykres 4. Rachunek bieżący (mln EUR)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Źródło: NBP, NBP, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Bilans płatniczy

Bilans na rachunku obrotów bieżących uległ znaczącej poprawie w kwietniu za sprawą mocnego eksportu. W kwietniu odnotowano nadwyżkę w obrotach bieżących na poziomie 468 mln EUR wobec deficytu 200 mln z EUR w marcu. Ożywienie eksportu było zgodne z analogicznym przyspieszeniem wzrostu produkcji przemysłowej w kwietniu do 2,7% r/r z -2,9% r/r w marcu, co częściowo wynikało z większej liczby dni roboczych. Ponadto, dobre dane o eksporcie były zgodne z danymi GUS. Jednak skala ożywienia eksportu zaskoczyła wszystkich uczestników rynku. Tym samym bilans handlowy poprawił się do 601 mln EUR z 273 mln EUR w marcu, przy przyspieszeniu wzrostu eksportu do 12% r/r z ok. 0% w poprzednim miesiącu i przy odreagowaniu importu do 3.6% r/r z -2% w marcu. Deficyt obrotów bieżących skumulowany za 12-miesięcy obniżył się do 2,8% PKB, choć deficyt obrotów bieżących powiększony saldo błędów i opuszczeń wzrósł do ok. 4,2% PKB

Duży skok eksportu mógł być jedorazowy, choć oczekujemy, że deficyt obrotów bieżących pozostanie poniżej 3% PKB na koniec roku. Przynajmniej w pewnym stopniu odreagowanie eksportu wynikało z większej liczby dni roboczych, a w maju ten efekt może się odwrócić. Ponadto, wzrost eksportu powinien być ograniczony za sprawą wciąż słabego popytu w strefie euro, co potwierdza wciąż bardzo niski indeks nowych zamówień eksportowych w danych PMI. Naszym zdaniem wzrost eksportu przyspieszy dopiero w II połowie roku i oczekujemy, że 12-miesięczny deficyt na rachunku obrotów bieżących pozostanie poniżej 3% PKB na koniec roku, co przynajmniej częściowo zmniejszy wrażliwość złotego na wahania apetytu na ryzyko zakładając spadek deficytu na rachunku błędów i opuszczeń.

Rynek pracy

Choć dane z rynku pracy za maj były nieco słabsze od oczekiwań to biorąc pod uwagę znaczny spadek inflacji dodatnie realne tempo wzrost funduszu płac wspiera scenariusz ożywienia konsumpcji prywatnej w II kw.

Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw spowolnił do 2,3% r/r z 3% w kwietniu, natomiast zatrudnienie spadło o 0,9% r/r wobec -1% w kwietniu. W rezultacie nominalny wzrost funduszu płac osłabił się w maju do 1,4% r/r z 2%, a po uwzględnieniu sporego spadku inflacji realny wzrost funduszu płac wyhamował jedynie do 0,9% r/r z 1,2% r/r w kwietniu. Średnio w miesiącach kwiecień-maj realny wzrost funduszu płac wyniósł 1,1% r/r wobec spadku o 0,2% r/r w I kw. oraz -0,5% w IV kw. 2012. W związku z tym oczekujemy odroregowania konsumpcji prywatnej w II kwartale.

Produkcja

Produkcja przemysłowa spadła w maju o 1,8% r/r wobec wzrostu o 2,7% r/r w kwietniu. Spowolnienie w przemyśle wynikało w dużej mierze z efektu mniejszej liczby dni roboczych. Niemniej jednak po eliminacji efektu liczby dni roboczych spadek produkcji przemysłowej pogłębił się do -1,5% r/r z -0,3% w kwietniu.

Produkcja budowlana spadła aż o 27,5% r/r wobec spadku o 23,1% w kwietniu. Spadek produkcji w sektorze budowlanym pogłębił się wobec -15% r/r w I kwartale oraz -11% r/r w IV kwartale 2012 r., co wspiera nasze prognozy większego spadku inwestycji w II kwartale (nasza prognoza: -4,2% r/r wobec -2% w I kw.). W dużym stopniu znaczny spadek produkcji wynikał z bardzo wysokiej bazy w 2012 r. (branej jednak pod uwagę przy formułowaniu prognozy), co było związane z finalizacją projektów infrastrukturalnych przed turniejem Euro 2012.

Oczekujemy stopniowego ożywienia produkcji w II połowie roku. Biorąc pod uwagę wciąż niski indeks PMI (poniżej 50 pkt) nie oczekujemy szybkiej poprawy w przemyśle. Spodziewamy się raczej powolnego ożywienia wraz z poprawą sytuacji u głównych partnerów handlowych w strefie euro, a w szczególności w Niemczech. W przypadku produkcji budowlanej mimo stopniowego spadku bazy statystycznej w II połowie 2012 sądymy, że produkcja budowlana będzie notować spadki w ujęciu rocznym niemal do końca roku.

RPP

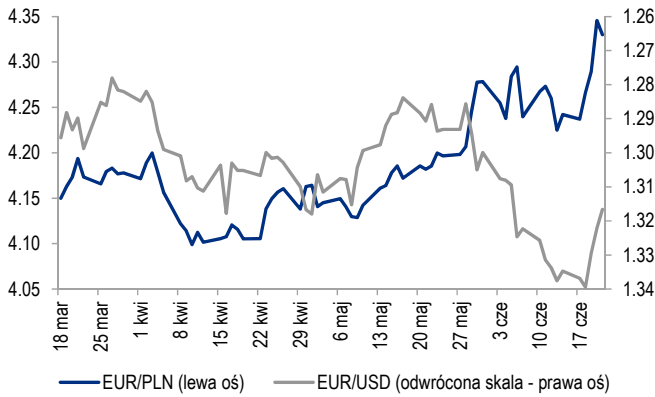
Komentarze członków RPP wspierają scenariusz finalizacji cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w lipcu. Umiarkowany i kluczowy dla decyzji o zmianie stóp w ostatnich miesiącach członkowie RPP J. Hausner powiedział, że obecnie stopy procentowe są bliskie adekwatnego poziomu i że w lipcu możliwa jest obniżka stóp, choć na tym etapie RPP nie może się do tego zobowiązać. J. Hausner stwierdził, że w lipcu RPP może również zdecydować się na zmianę nastawienia na neutralne. Komentarze prezesa NBP Marka Belki były utrzymane w podobnym tonie. Sądymy, że komentarze członków RPP wspierają nasze oczekiwania, że po lipcowej kolejnej redukcji stóp o 25 pb RPP zakończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej.

Fed

Na ostatnim posiedzeniu Fed zakomunikował warunkowy harmonogram wycofywania się z programu skupu aktywów. Wydźwięk komunikatu Fed oraz wypowiedzi B. Bernanke były zgodne z oczekiwaniami analityków Citi, tzn. Fed zapowiedział stopniowe ograniczanie skupu aktywów wraz z poprawą sytuacji gospodarczej, choć nie zmienił zdania, że stopy procentowe pozostaną na niskim poziomie do

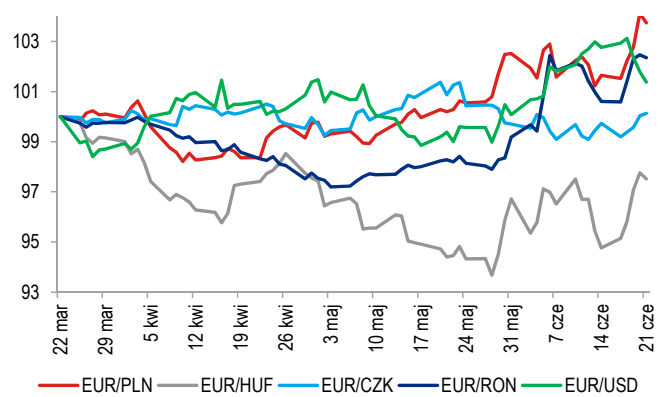
2015 r. Wydźwięk komunikatu odzwierciedlał większą pewność odnośnie poprawy sytuacji na rynku pracy oraz w całej gospodarce. Według wypowiedzi B. Bernanke Fed rozpocznie wycofywanie się z programu QE3 w dalszej części tego roku i zakończy ten proces w I połowie przyszłego roku, co według szefa Fed jest zgodne z obniżeniem się stopy bezrobocia do 7%. Według członków FOMC w ostatnim czasie negatywne ryzyka dla wzrostu gospodarczego zmniejszyły się. W ocenie analityków Citi Fed rozpocznie wycofywanie z programu QE3 we wrześniu. W reakcji na wypowiedzi Bena Bernanke i komunikat Fed doszło do umocnienia dolara oraz znacznej wyprzedaży obligacji zarówno na rynkach bazowych jak i rynkach rozwijających się.

Wykres 5. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)



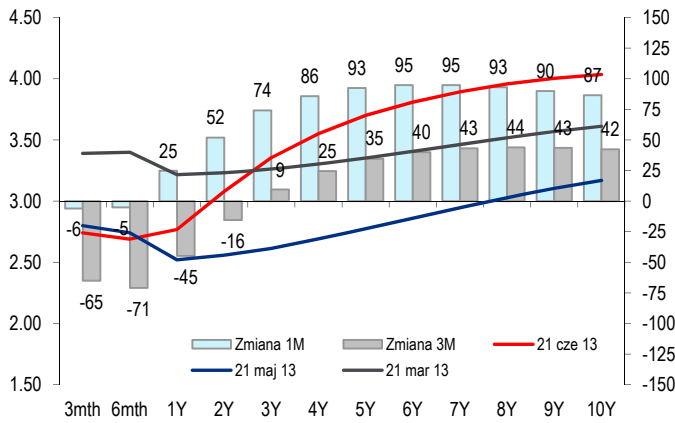
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 6. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)



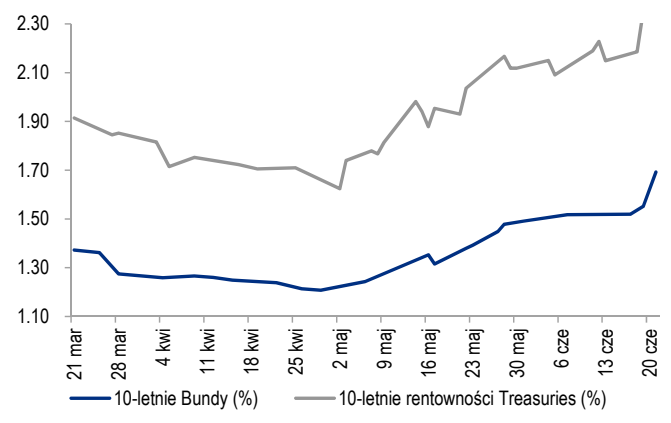
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 7. Krzywa swap



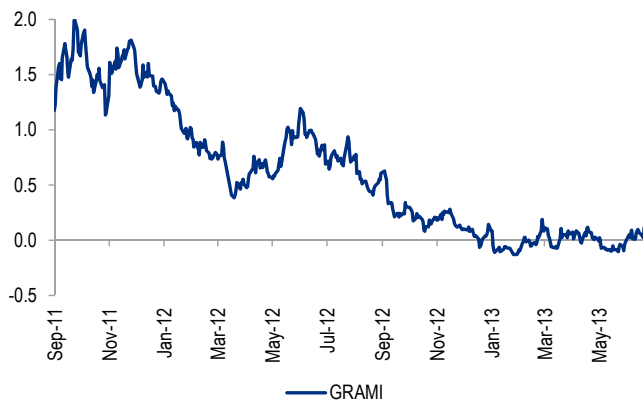
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 8. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



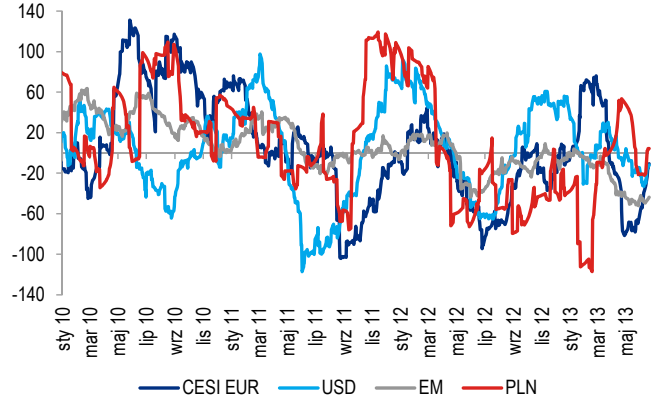
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Wykres 10. Indeks niespodzianek makroekonomicznych Citi (CESI - Citi Economic Surprise Index)



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	510	543
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	13,231	14,102
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	3.2	4.6	2.4	0.9	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
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.77	3.72
WIBOR1M, (% koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	4.20	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.09	3.22	3.09
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.25	3.19	3.18
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.08	4.38	4.30
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.18	4.26	4.36
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	-3.5
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 publicznych	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	36.9

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.