

CitiWeekly

Płonne nadzieje na obniżkę w lipcu?

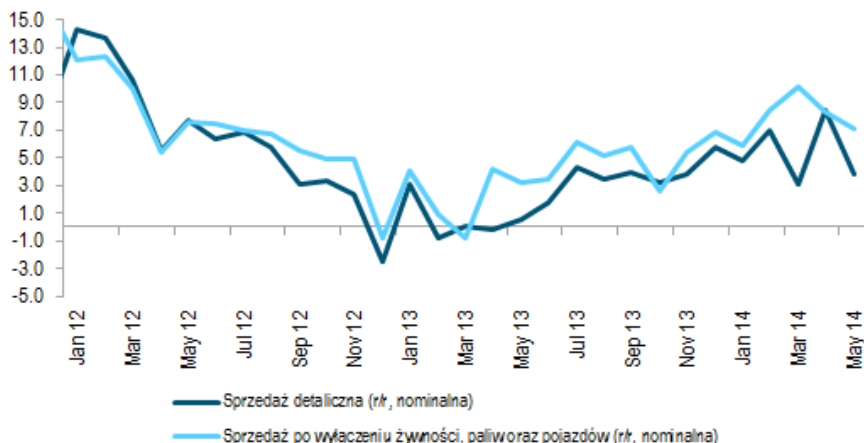
- W rozpoczynającym się tygodniu uwaga inwestorów będzie koncentrowała się przede wszystkim na decyzji Rady Polityki Pieniężnej oraz na danych o PMI. Choć rynek FRA sugeruje pewne szanse obniżki, naszym zdaniem stopy pozostaną bez zmian. Spodziewamy się za to podtrzymania łagodnego komunikatu i nie wykluczamy, że Rada może rozważyć rezygnację z praktyki sygnalizowania przyszłego poziomu stóp (swoiste *forward guidance*). W przypadku wskaźnika PMI spodziewamy się niewielkiego wzrostu po słabym maju (do 51,2).
- Spośród zagranicznych wydarzeń na uwagę zasługuje przede wszystkim czwartkowe posiedzenie EBC oraz piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy. Ze strony Europejskiego Banku Centralnego nie spodziewamy się żadnych niespodzianek, a w przypadku danych ze Stanów, spodziewamy się nieco słabszego niż zakłada rynek przyrostu zatrudnienia.
- Opublikowane w minionym tygodniu dane o majowej sprzedaży detalicznej okazały się gorsze od oczekiwań. Sprzedaż wzrosła o zaledwie 3,8% w ujęciu nominalnym, choć spowolnienie wynikało głównie z załamania sprzedaży samochodów po wcześniejszych zmianach dotyczących VAT. Po wyeliminowaniu wpływu najbardziej zmiennych kategorii (samochody, żywność oraz paliwa), sprzedaż wzrosła o 7,1% r/r.
- W polityce niewielkie uspokojenie po tym jak rządowi udało się uzyskać wotum zaufania od Sejmu.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/\$	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
III KW 14	4,22	3,06	5,41	1,38	2,50	0,15	2,72	3,80	1,45	2,70
III KW 15	4,17	3,04	5,35	1,37	2,50	0,15	2,73	4,40	1,55	3,15

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 25.6.2014 r.

Wykres 2. Sprzedaż detaliczna wyhamowała za sprawą słabej sprzedaży samochodów oraz żywności.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

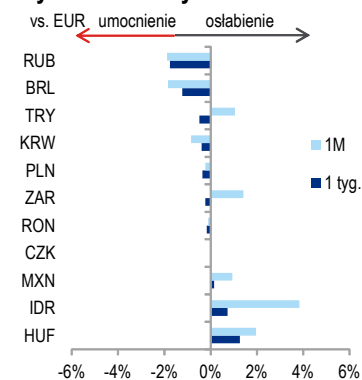
Piotr Kalisz, CFA

+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 30.06.2014 r.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	4

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
30 cze PONIEDZIALEK							
10:00	EZ	Podaż pieniądza M3	% r/r	VI	0.7	0.8	0.8
11:00	EZ	Inflacja HICP (wstępne)	%	VI	0.6	0.5	0.5
15:45	US	Chicago PMI	pkt	VI	66.0	63.0	65.5
16:00	US	Sprzedaż domów w toku (<i>pending</i>)	% m/m	V	-	1.2	0.4
1 lip WTOREK							
9:00	PL	PMI dla sektora przetwórczego	pkt.	VI	51.2	51.0	50.8
10:00	EZ	PMI dla sektora przetwórczego	pkt.	VI	51.9	51.9	52.2
16:00	US	ISM dla sektora przetwórczego	pkt.	VI	56.5	55.8	55.4
2 lip ŚRODA							
10:00	PL	Decyzja RPP ws. stóp procent.	%	VII	2.5	2.5	2.5
14:15	US	ADP - Raport z rynku pracy	tys.	V		205.0	179.0
16:00	US	Zamówienia fabryczne	tys.	IV	-0.3	-0.3	0.7
3 lip CZWARTEK							
10:00	EZ	PMI dla sektora usług	pkt	VI	52.8	52.8	53.2
10:00	EZ	PMI łączny (<i>composite</i>)	pkt	VI	52.8	52.8	53.2
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	0.2	0.3	0.4
13:45	EZ	Decyzja EBC ws. stóp procentowych	%	VII	0.15	0.15	0.15
14:30	US	NFP - pracujący poza rolnictwem	tys.	VI	190	215	217
14:30	US	Stopa bezrobocia	%	VI	6.3	6.3	6.3
14:30	US	Bilans handlowy	mld USD	V	-45.0	-45.0	-47.2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	315.0	313	312
16:00	US	Indeks ISM poza przetwórstwem	pkt.	VI	57.0	56.3	56.3
4 lip PIĄTEK							
08:00	DE	Nowe zamówienia	% m/m	V	-1.0	-1.1	3.1
-	US	Święto Niepodległości w US	-	-	-	-	-

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

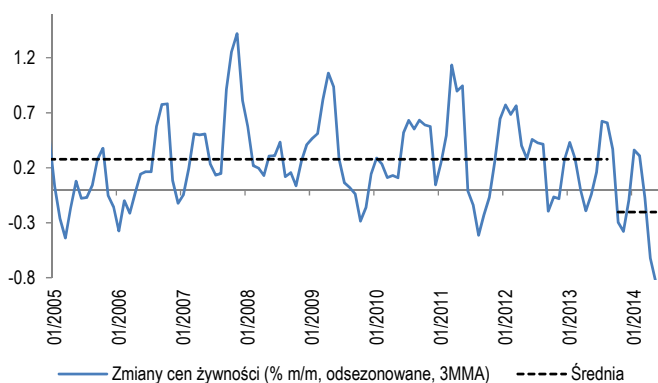
Zapowiedź tygodnia

Stopy procentowe

Najważniejszym wydarzeniem bieżącego tygodnia będzie zaplanowane na wtorek i środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (RPP), podczas którego RPP najprawdopodobniej pozostawi stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna 2,5%). W przeciwieństwie do poprzednich miesięcy tym razem członkowie Rady będą mieli okazję zapoznać się z wynikami nowej projekcji NBP. Naszym zdaniem pokaże ona niewielką rewizję w dół oczekiwanej ścieżki wzrostu gospodarczego,

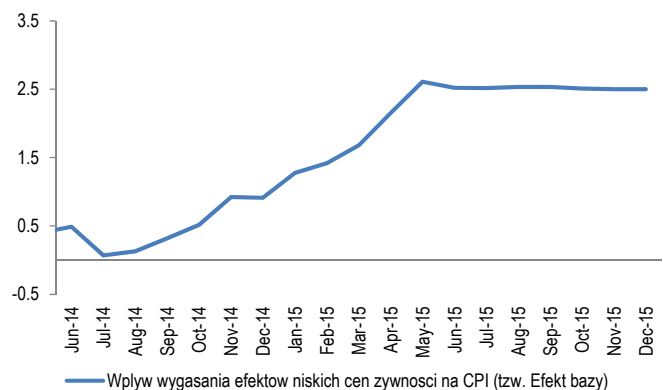
choć z wysokiego poziomu (obecnie: 3,6% w 2014 oraz 3,7% w 2015). Biorąc pod uwagę ostatni spadek inflacji, również punkt startowy dla CPI zostanie obniżony, co przełoży się na rewizję w dół ścieżki projekcji inflacyjnej, choć naszym zdaniem wciąż będzie ona zmierzać w kierunku 2,5% w horyzoncie najbliższych dwóch lat. Biorąc to wszystko pod uwagę RPP zapewne podtrzyma swój łagodny ton i nie przedłuży swojej praktyki polegającej na deklarowaniu jak długo stopy procentowe miałyby pozostać bez zmian (*forward guidance*). Dopuszczamy nawet możliwość, że Rada rozważy całkowicie porzucenie tej praktyki już teraz, choć teoretycznie ma ona obowiązywać do końca września.

Wykres 3. Niska inflacja w Polsce to głównie efekt nadzwyczajnego spadku cen żywności



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Wypadnięcie z rocznego indeksu inflacji wskaźników z początku roku podniosłoby CPI do 2,5%



Źródło: Szacunki Citi Handlowy.

Choć E. Chojna-Duch z RPP zasygnalizowała chęć zgłoszenia wniosku o cięcie stóp w lipcu, naszym zdaniem nie znajdzie on wystarczającego poparcia w Radzie. Wskazuje na to między innymi fakt, że Prezes Belka uznał scenariusz obniżki stóp za „mało prawdopodobny”, podczas gdy kilku innych przedstawicieli Rady opowiadało się w ostatnich tygodniach za stabilnymi stopami. Z tego względu uważamy, że RPP będzie starała się zignorować bardzo niską inflację i powstrzyma się od obniżek stóp procentowych – zarówno w lipcu, jak i kolejnych miesiącach roku. Tym bardziej, że samo wypadnięcie z rocznego indeksu CPI bardzo niskich danych z początku roku popchnie inflację w kierunku 2,5% (Wykresy 3-4). Spodziewamy się, że kolejnym ruchem stóp procentowych będzie podwyżka i dojdzie do niej dopiero w II połowie 2015 roku, najprawdopodobniej w listopadzie 2015 (miesiąc publikacji projekcji).

Oprócz dyskusji o stopach procentowych, uczestnicy rynku mogą również oczekiwać na wypowiedzi Jerzego Hausnera (zapowiedziane na 1 lipca).

Indeks PMI

Po znacznym spadku w ostatnich miesiącach tym razem spodziewamy się niewielkiego odbicia indeksu PMI. Według naszych szacunków w czerwcu wzrósł on do około 51,2 punktu wobec 50,8 w maju. Na niewielką poprawę wskazują inne miary koniunktury w przemyśle, między innymi wskaźnik GUS.

Miniony tydzień

Sprzedaż detaliczna

Po serii słabszych od oczekiwań danych, również dane o majowej sprzedaży detalicznej okazały się rozczarowaniem. W ujęciu nominalnym sprzedaż wzrosła o 3,8% r/r i była niższa od naszych prognoz (7,2%) oraz konsensusu rynkowego (6,2%). Niespodzianka okazała się dosyć duża, nawet na „wyśrubowane standardy” sprzedaży detalicznej i wyniosła 1,3 odchylenia standardowego. Niemniej patrząc na dokładne rozbitcie danych okazuje się, że zaskoczenie wynikało z załamania w najbardziej zmiennych kategoriach (żywność i samochody). Nasza preferowana miara sprzedaży, która eliminuje sprzedaż samochodów, żywności oraz paliw, wzrosła w ujęciu realnym o 8,4% r/r, a w ujęciu nominalnym o 7,1% r/r.

Po publikacji danych o sprzedaży obliczany przez nas indeks momentum sugeruje, że gospodarka straciła część ze swojego dotychczasowego rozpędu. Z tego powodu oczekujemy osłabienia wzrostu w II kwartale do około 3% r/r z 3,4% w pierwszym kwartale. Niemniej biorąc pod uwagę siłę ożywienia na rynku pracy oraz przyspieszenia dynamiki kredytu, spodziewamy się, że to spowolnienie jest tylko przejściowe i częściowo wynika z kryzysu rosyjsko-ukraińskiego.

W ostatnich tygodniach rynki finansowe zaczęły wyceniać już bardzo optymistyczny scenariusz, uwzględniając nawet niezerowe prawdopodobieństwo obniżki stóp w lipcu. Przy tak bardzo wygórowanych oczekiwaniach nie trudno o rozczarowanie i dlatego naszym zdaniem ryzyko wzrostu rentowności obligacji w najbliższych tygodniach jest wysokie.

Ryzyko polityczne

Jeżeli chodzi o sytuację polityczną, w minionym tygodniu doszło do uspokojenia nastrojów po tym, jak premier Tusk wystąpił o wotum zaufania w Sejmie. Wniosek został przyjęty większością głosów 237 do 203, a za rządem opowiedzieli się oprócz posłów koalicji PO-PSL również niektórzy posłowie „niezależni”. Z punktu widzenia rynków finansowych, powinno to doprowadzić do zmniejszenia obaw o możliwość przeprowadzenia wcześniejszych wyborów.

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.