

CitiWeekly

Ton RPP może złagodnieć

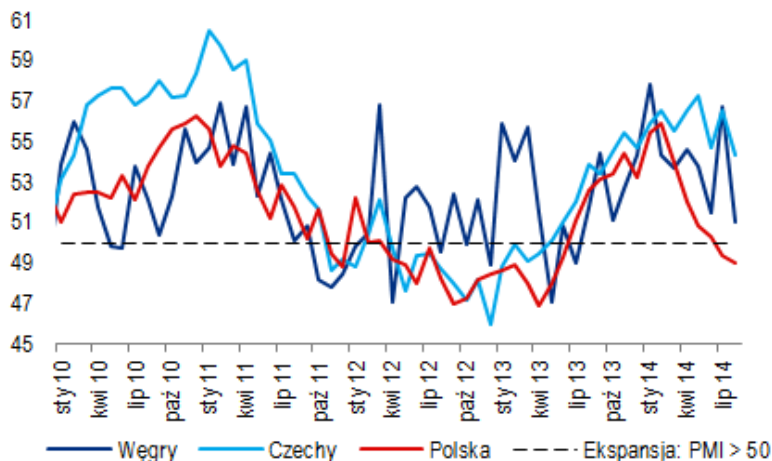
- Nie spodziewamy się, aby na posiedzeniu w tym tygodniu RPP podjęła decyzję o zmianie stóp procentowych. Sądzymy jednak, że zmianie może ulec ton komunikatu, sygnalizując w ten sposób zmianę nastawienia RPP na bardziej gołębie. Tym samym Rada może zasugerować możliwość obniżki stóp procentowych na październikowym posiedzeniu.
- Naszym zdaniem dalsze złagodzenie polityki pieniężnej może być argumentowane wzrostem ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego związanego z osłabieniem popytu zagranicznego przy bardzo niskiej inflacji, która najprawdopodobniej utrzyma się poniżej zera do końca roku.
- Co prawda dane o wzroście PKB za II kwartał zostały zrewidowane w górę do 3,3% r/r, jednak oczekujemy, że III kwartał przyniesie dalsze spowolnienie wzrostu do około 2,6%.
- Odzwierciedleniem słabego początku III kwartału były poza danymi o produkcji przemysłowej i budowlanej opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o sprzedaży detalicznej za lipiec.
- Bardziej skutecznym narzędziem wspierania wzrostu gospodarczego niż obniżka stóp będą zapowiedziane w ubiegłym tygodniu propozycje rządu dotyczące podwyższenia waloryzacji świadczeń społecznych oraz ulgi podatkowe na dzieci, które najprawdopodobniej niemal w całości zwiększą wydatki gospodarstw domowych.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 14	4,23	3,16	5,29	1,34	2,50	0,15	2,67	3,80	0,75	2,70
IV KW 15	4,15	3,05	5,25	1,36	2,75	0,15	2,95	4,40	1,50	3,20

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 20.8.2014 r.

Wykres 2. PMI pozostaje on poniżej 50 pkt.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

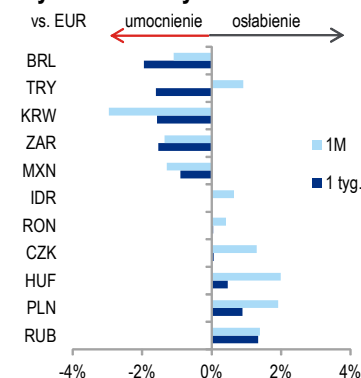
Piotr Kalisz, CFA

+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 29.08.2014 r.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	5

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
1 wrz PONIEDZIAŁEK							
08:00	DE	PKB	% r/r WDA	II kw.	1.2	1.2	2.3
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	49.7	49.0	49.4
09:58	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	50.8	50.8	51.8
	USA	Dzień pracy					
2 wrz WTOREK							
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VIII	56.00	57.00	57.1
3 wrz ŚRODA							
09:58	EMU	PMI dla usług	pkt	VIII	53.5	53.5	54.2
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	0.7	0.9	2.4
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VIII	10.80	10.9	1.1
	PL	Decyzja RPP	%	IX	2.5	2.5	2.5
4 wrz CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VII	1.30	1.5	-3.2
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	VII	0.50	0.5	0.5
13:45	EMU	Decyzja EBC	%	IX	0.15	0.15	0.15
14:15	USA	Raport ADP	tys.	VIII		225	218
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	300.0	300.0	298.0
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	VII	-43.0	-42.0	-41.5
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VIII	59.0	57.5	58.7
5 wrz PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	2.10	0.4	0.3
11:00	EMU	PKB	% r/r	II kw.		0.7	0.9
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	II kw.	200	225	209
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	II kw.	6.10	6.1	6.2

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

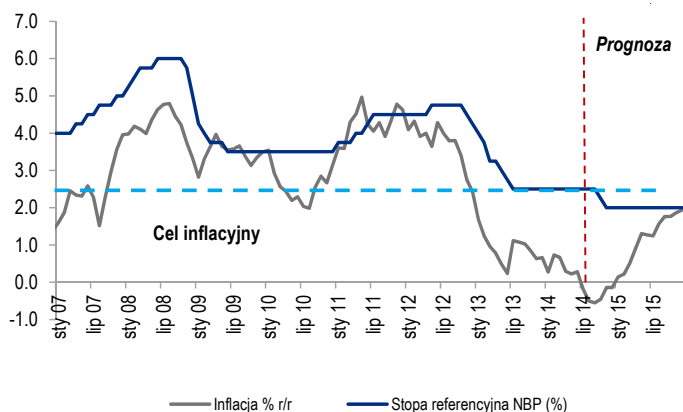
Zapowiedź tygodnia

RPP może złagodzić ton komunikatu

Oczekujemy, że na wrześniowym posiedzeniu RPP utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Biorąc pod uwagę serię słabszych od oczekiwań danych jak również deflację w II połowie roku za sprawą embarga na eksport żywności do Rosji, część członków RPP już złagodziła ton swoich wypowiedzi. To z kolei sugeruje, że wniosek o obniżkę stóp procentowych najprawdopodobniej zostanie złożony we wrześniu, ale w naszej opinii w RPP nie znajdzie się odpowiednia większość, aby go przyjąć już na tym posiedzeniu. Najprawdopodobniej Rada zasygnalizuje zmianę nastawienia na bardziej gołębie i zasugeruje

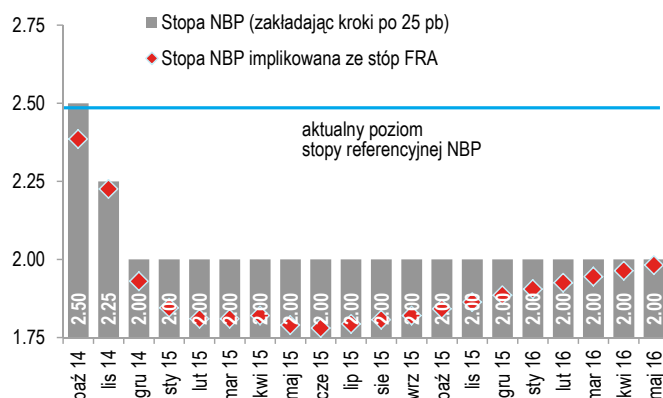
możliwość obniżki stóp procentowych w październiku lub listopadzie. To da RPP więcej czasu na analizę sytuacji oraz ocenę wpływu rosyjskich sankcji na krajową gospodarkę.

Wykres 3. Inflacja i stopy procentowe



Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopa NBP implikowana z rynkowych stawek FRA



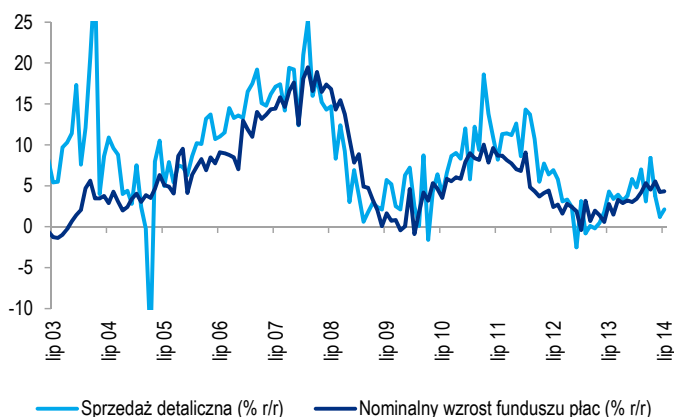
Źródło: Szacunki Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Wzrost sprzedaży detalicznej wciąż niski

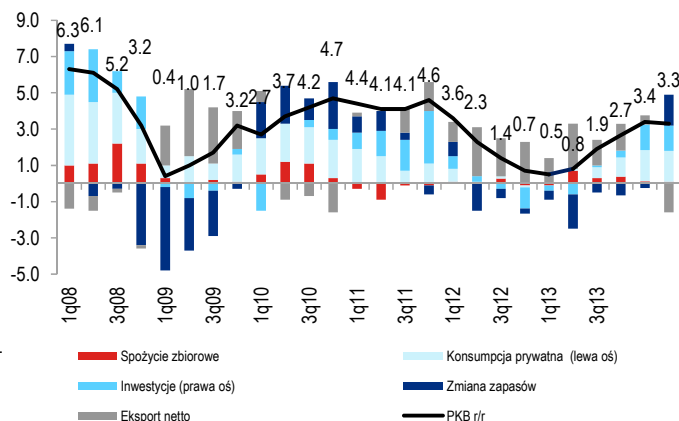
Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył nieznacznie w lipcu do 2,1% r/r, zgodnie z konsensem i nieco bardziej niż zakładaliśmy. Szczegółowa struktura pokazuje przyspieszenie wzrostu sprzedaży dóbr trwałego użytku po kilku miesiącach spowolnienia, co jest stosunkowo pozytywnym sygnałem, ale wzrost wciąż utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Dane są spójne z poprawą dynamiki dochodów z tytułu podatku VAT oraz dobrą kondycją rynku pracy. Stopa bezrobocia spadła w lipcu do 11,9%, podczas gdy po eliminacji czynników sezonowych wyniosła ona według naszych szacunków 12,5%, osiągając najniższy poziom od początku 2012 r. Postępujący wzrost liczby nowych miejsc pracy sugeruje, że firmy nie zrewidowały swoich planów dotyczących zatrudnienia pomimo nieco słabszych danych o aktywności gospodarczej.

Wykres 3. Sprzedaż detaliczna i nominalny fundusz płac



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Wzrost PKB i główne składowe



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

PKB za II kwartał zrewidowany w górę

Wzrost PKB za II kwartał został zrewidowany przez GUS do 3,3% r/r z 3,2% przy przyspieszeniu konsumpcji prywatnej i spowolnieniu nakładów na środki trwałe. Dane GUS pokazały przyspieszenie wzrostu konsumpcji prywatnej do 2,8% r/r z 2,6% r/r, co było nieco powyżej naszego szacunku oraz oczekiwań rynkowych (2,7%). Jednocześnie inwestycje w środki trwałe wzrosły o 8,4% r/r wobec wzrostu o 10,7% r/r w I kwartale, co było niemal zgodne z naszymi szacunkami, ale powyżej rynkowych oczekiwań w okolicach 5%. Jednocześnie zaskakująco mocna była skala poprawy w akumulacji brutto, której wzrost przyspieszył do 19,7% r/r, co w dużej mierze wynikało ze znacznego wzrostu inwestycji w zapasy. W rezultacie kontrybucja zmiany zapasów do wzrostu PKB wyniosła 1,7 pkt proc., a wzrost popytu krajowego przyspieszył dzięki temu do 5,1% r/r.

Oczekujemy dalszego spowolnienia wzrostu w III kwartale. Dane miesięczne za lipiec pokazały słaby wzrost produkcji przemysłowej i budowlanej oraz sprzedaży detalicznej, co jest negatywnym sygnałem dla konsumpcji prywatnej w III kwartale. Dodatkowo indeks PMI spadł nieznacznie do 49 punktów, między innymi pod wpływem pogorszenia zamówień krajowych (i poprawy komponentu zamówień eksportowych). Biorąc to pod uwagę, według naszych szacunków wzrost PKB spowolni w III kwartale poniżej 3% r/r, ale w IV kwartale będzie już mocniejszy, co przełoży się na wzrost PKB za cały rok na poziomie 3,1% r/r. W 2015 r. wzrost gospodarczy powinien przyspieszyć do 3,5% r/r, co byłoby wspierane przez stopniowo poprawiające się warunki na rynku pracy oraz bardzo niską inflację. W tym samym kierunku oddziaływałyby również: stosunkowo słaby złoty, zwiększone wydatki publiczne przed wyborami parlamentarnymi w 2015 r. i rosnące inwestycje finansowane ze środków europejskich.

Rząd zapowiedział poluzowanie polityki fiskalnej

W minionym tygodniu Premier D. Tusk zapowiedział poluzowanie polityki fiskalnej w 2015 r. Rząd planuje podwyższenie waloryzacji rent i emerytur, co będzie korzystne szczególnie dla osób o najniższych świadczeniach. Koszt tej zmiany ma wynieść ok. 1,7 mld zł. Rząd planuje także zwiększyć ulgi na dzieci, w tym w szczególności dla rodzin z co najmniej trójką dzieci, co ma kosztować ok. 1,1 mld zł. To rozwiązanie będzie dotyczyć ok. 1,2 mln rodzin i umożliwi skorzystanie z ulg również rodzinom o niskich dochodach, które dotychczas nie mogły tej ulgi w pełni wykorzystać. Premier Tusk wspominał również o intensyfikacji wysiłków w celu zwiększenia inwestycji finansowanych ze środków unijnych, choć ten czynnik był już uwzględniony w naszych prognozach.

Szacujemy, że zmiany w podatkach oraz metodzie waloryzacji zwiększą dochody gospodarstw domowych o ok. 0,15-0,2% PKB. Biorąc pod uwagę, że waloryzacja będzie najbardziej korzystna dla osób o niskiej skłonności do oszczędzania oczekujemy, że wzrost dochodów przełoży się niemal w pełni na wzrost wydatków. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że propozycje rządu dadzą ok. 0,15 pkt proc do wzrostu PKB oraz ok. 0,25 pkt proc. do wzrostu konsumpcji. W przeciwieństwie do obniżki stóp procentowych, którą obecnie rozważa RPP, sądzymy, że poluzowanie polityki fiskalnej będzie bardziej efektywnym narzędziem wspierającym popyt krajowy.

Jednocześnie szacujemy, że deficyt sektora rządowego i samorządowego wyniesie ok. 2,9% PKB z niewielkim ryzykiem w górę.

Rządowe zapowiedzi nie są niczym zaskakującym biorąc pod uwagę ostatnie oznaki spowolnienia wzrostu gospodarczego w obliczu zbliżających się wyborów parlamentarnych na jesieni w 2015 r. przy dużym spadku poparcia w sondażach opinii publicznej dla rządu. Nie oczekujemy, że to niewielkie poluzowanie fiskalne będzie miało natychmiastowy wpływ na rynek obligacji, szczególnie biorąc pod uwagę fakt, że resort finansów praktycznie sfinansował tegoroczne potrzeby pożyczkowe. Jednak może to zostać potraktowane przez część członków RPP jako argument przeciw obniżkom stóp, szczególnie na wrześniowym posiedzeniu.

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	549
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	14 255
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	8.4
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	2.8
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	6.6
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	7.5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	0.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.3
Płace nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.7
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	3.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.18
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.08
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.23
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.17
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-6.6	-9.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-1.7
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	3.0
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	233.5
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	230.4
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	6.3
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-24.6
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.4	5.3	-1.3	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	92.3
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	38.3	47.5	48.7	49.2
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	47.6
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.6	30.4

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.