

## CitiWeekly

### Kolejny tydzień, kolejne sygnały ożywienia

- Naszym zdaniem lipiec upłynął pod znakiem dalszego przyspieszenia sprzedaży detalicznej. Sądzymy, że wzrostowi sprzedaży oprócz wzrostu cen paliw pomogły rosnące płace i poprawa nastrojów konsumenckich.
- Z punktu widzenia rynków finansowych początek tygodnia powinien minąć relatywnie spokojnie ze względu na poniedziałkowe święto w Wielkiej Brytanii, które spowoduje nieobecność londyńskich inwestorów.
- Najważniejszym wydarzeniem rozpoczynającego się tygodnia będzie publikacja danych o wzroście gospodarczym w Polsce w II kwartale. Oczekujemy wzrostu na poziomie 0,8% (zgodnie z „szybkimi” szacunkami GUS), choć ryzyko dostrzegamy po stronie nieco lepszych wyników.
- Jeżeli nasze oczekiwania się potwierdzą, powyższe dane wpisałyby się w serię ostatnich sygnałów świadczących o stopniowym ożywieniu w polskiej gospodarce. W minionym tygodniu odnotowano bowiem kolejny silniejszy od prognozowanego wzrost produkcji przemysłowej oraz silniejszy wzrost wynagrodzeń.
- Rząd planuje wprowadzić możliwość powoływania członków Rady Polityki Pieniężnej na dwie kadencje, co miałyby ograniczyć zmienność w polityce monetarnej. Ponadto Ministerstwo Finansów chce ułatwić NBP dokonywanie operacji zakupu lub sprzedaży papierów wyemitowanych, poręczanych lub gwarantowanych przez skarbu państwa. Porównywanie tego instrumentu do luzowania ilościowego (QE) wydaje się nam mocno przesadzone.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

przy współudziale

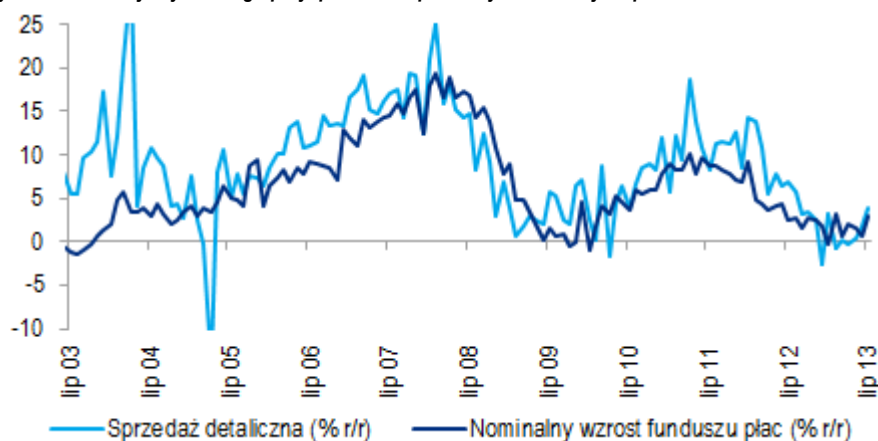
**Miłosza Gabryśia**

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
IV KW 13	4,21	3,17	4,84	1,33	2,50	0,50	2,72	1,70	2,70
IV KW 14	4,12	3,10	4,74	1,33	3,25	0,25	3,83	1,90	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 22.08.2013 r.

Wykres 2. Oczekujemy dalszego przyspieszenia sprzedaży detalicznej w lipcu.



Źródło: GUS, prognoza Citi

#### Spis treści

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

## Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>26 sie</b>							
<b>PONIEDZIAŁEK</b>							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	3.8	3.1	1.8
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	VII	13.1	13.1	13.2
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	VII	-0.2	0.6	0.1
<b>27 sie</b>							
<b>WTOREK</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	VIII	106.8	107.0	106.2
15:00	USA	Indeks cen nieruchomości S&P	% r/r	VII		12.1	12.2
16:00	USA	Indeks Conference Board	pkt	VIII	80.0	79.6	80.3
<b>28 sie</b>							
<b>ŚRODA</b>							
08:00	DE	Nastroje konsumentów GfK	pkt	VIII		7.1	7.0
08:00	DE	Ceny w imporcie	%	VII	-2.1	-2.5	-2.2
16:00	USA	Niezakończona sprzedaż domów	% m/m	VII		0.0	-0.4
<b>29 sie</b>							
<b>CZWARTEK</b>							
	DE	Wstępny odczyt CPI	% r/r	VIII	1.8	1.7	1.9
09:55	DE	Liczba nowych bezrobotnych	tys	VII	5.0	-5.0	-7.0
14:30	USA	Wstępny odczyt PKB	% kw/kw	II kw.	2.0	2.3	1.7
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	330.0	329.0	336.0
<b>30 sie</b>							
<b>PIĄTEK</b>							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VII	1.1	0.6	-1.5
10:00	PL	Wstępny odczyt PKB	% kw/kw	II kw	0.8	0.8	0.8
11:00	EMU	Wstępny odczyt inflacji HCPI	% r/r	VII	1.3	1.4	1.6
11:00	EMU	Stopa bezrobocia	%	VII	12.1	12.1	12.1
14:30	USA	Wydatki gospodarstw domowych	% m/m	VII		0.3	0.5
14:30	USA	Dochody gospodarstw domowych	% m/m	VII		0.2	0.3
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	VIII		53.0	52.3
15:55	USA	Indeks nastrojów (Michigan)	pkt	VIII	82.0	80.5	80.0

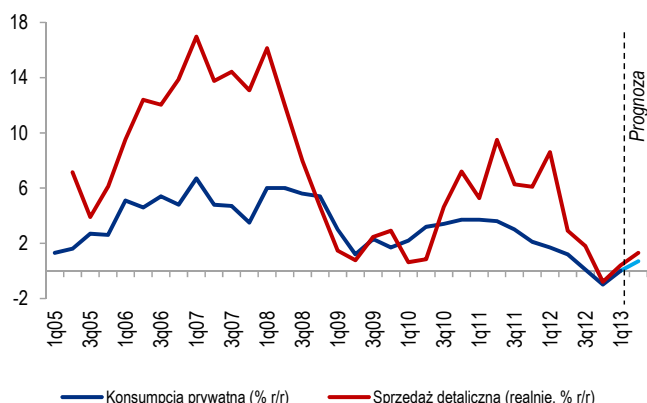
Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

## Zapowiedź tygodnia

### Sprzedaż detaliczna

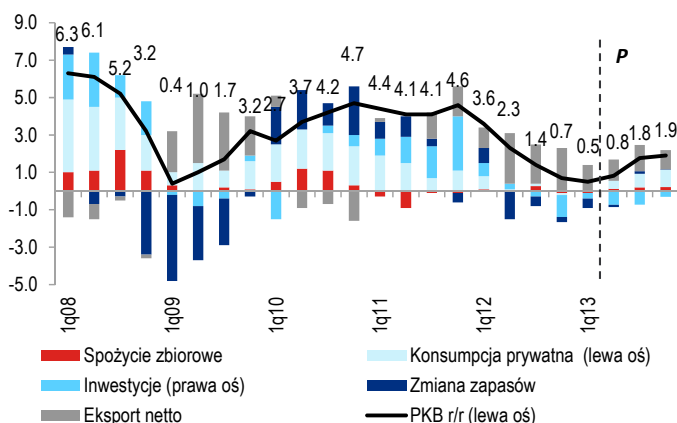
Wydaje się, że lipiec upłynął pod znakiem dalszego przyspieszenia sprzedaży detalicznej. Według naszych prognoz sprzedaż urosła nominalnie o 3,8% r/r w poprzednim miesiącu (w porównaniu z dynamiką 1,8% w czerwcu). Pomijając wzrost cen paliw, wzrost sprzedaży prawdopodobnie wsparły rosnące płace jak również poprawa nastrojów konsumenckich.

Wykres 3. Sprzedaż detaliczna realnie vs. konsumpcja prywatna (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Prognoza wzrostu PKB i jego składowe



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

## PKB

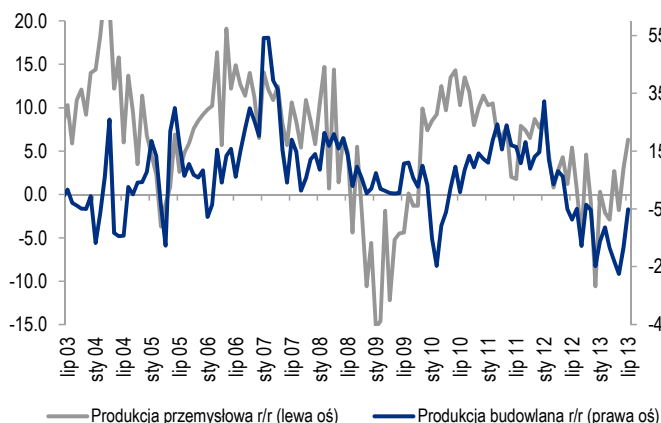
Oczekujemy, że najnowszy odczyt dynamiki PKB w II kw. pokryje się z wcześniej ogłoszonym szacunkiem przedwstępny na poziomie 0,8% r/r (w porówniu do 0,5% w I kw). Nie mniej jednak dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy. Mając na uwadze ciągle słaby import, sądzimy, że eksport netto nadal pozostanie główną siłą napędową wzrostu gospodarczego. Ponadto, po obserwowanej stagnacji w pierwszym kwartale, oczekujemy nieznacznego przyśpieszenia konsumpcji prywatnej. Z drugiej strony, uważamy, że działalność inwestycyjna pozostanie słaba, zwłaszcza w grupie małych i średnich przedsiębiorstw. Nieznaczny wzrost nakładów brutto na środki trwałe prawdopodobnie wystąpił w przypadku większych firm.

## Miniony tydzień

### Kolejne sygnały ożywienia w produkcji

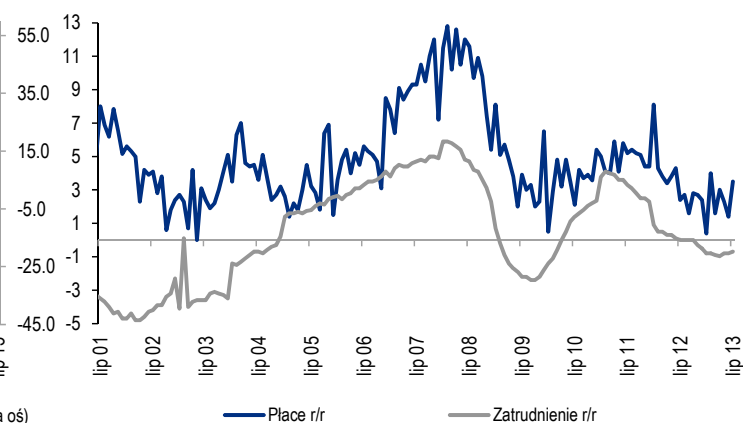
Ostatnie publikacje z kraju potwierdzają nasze oczekiwania, że polska gospodarka weszła w fazę stopniowego ożywienia. Po tym jak jeszcze na początku roku produkcja przemysłowa odnotowywała wyraźne spadki, w lipcu wzrosła już o 6,3% r/r. Choć tym razem wynik był wspierany przez większą liczbę dni roboczych, nawet po wyeliminowaniu tego czynnika wzrost produkcji wydaje się przyzwoity. Dane o produkcji przemysłowej były lepsze niż prognozy rynkowe (choć zgodne z naszymi prognozami), ale dużo większą niespodziankę odnotowano w budownictwie, gdzie trend spadkowy gwałtownie wyhamował (-5,2% r/r). Ewidentnie przyczyniło się do tego ponowne przyspieszenie prac budowlanych w przypadku dróg i mostów.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa i budowlana (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Płace i zatrudnienie (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

### ...oraz stopniowej poprawy na rynku pracy

Zachęcające sygnały napływają również z rynku pracy, gdzie przeciętne wynagrodzenia wzrosło w lipcu o 3,5% w porównaniu z analogicznym miesiącem poprzedniego roku. Zatrudnienie co prawda wciąż było niższe niż rok wcześniej, ale w porównaniu z poprzednimi miesiącami jest ono obecnie już wyższe. Dane GUS wskazują na wciąż umiarkowane ożywienie na rynku pracy i jest nieco zbyt wcześnie, aby przesądzać o jego trwałość. Niemniej dane z rynku pracy wpisują się w scenariusz zakładający wzrost PKB na poziomie 1,5-2,0% w całym drugim półroczu.

### Na razie stopy procentowe bez zmian

Spodziewamy się, że stopniowe ożywienie pozwoli RPP pozostać przy swojej dotychczasowej retoryce, sygnalizującej że stopy procentowe powinny pozostać bez zmian przez dłuższy czas. Obecnie podstawowa stopa procentowa banku centralnego utrzymuje się na historycznie niskim poziomie 2,5% i zapewne niewiele zmieni się w tej sprawie do połowy przyszłego roku. Od dłuższego czasu spodziewamy się, że do pierwszej podwyżki stóp procentowych może dojść w II kw. 2014 roku, choć widzimy ryzyko po stronie jeszcze większego opóźnienia. Tym samym w swoich przewidywaniach odbiegamy od oczekiwań rynkowych zakładających pierwsze podwyżki już około kwietnia/maja.

### Wiemy, co MF chce zmienić w NBP

W kwestii polityki pieniężnej na uwagę zasługują również opublikowane w minionym tygodniu założenia do nowelizacji ustawy o NBP. Dokument zawiera kilka punktów, ale interesujący wydaje się przede wszystkim zamiar umożliwienia wyboru członków RPP na drugą kadencję, a nie - tak jak obecnie - wyłącznie na jedną. Ma to pozwolić na uniknięcie dużej zmienności w polityce monetarnej, związanej z tym, że kadencja wszystkich członków RPP wygasa praktycznie w tym samym momencie. Naszym zdaniem lepszym rozwiązaniem, które nie niosłoby z sobą pokusy wpływania na sposób głosowania członków RPP, byłoby wprowadzenie ząbających się kadencji.

**Drugą istotną modyfikacją jest wprowadzenie zmian, które umożliwiłyby bankowi centralnemu kupowanie i sprzedawanie papierów wartościowych zarówno emitowanych, jak i poręczanych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa.** Taka zmiana wydaje się być potrzebna aby NBP mógł działać jako pożyczkodawca ostatniej instancji. Naszym zdaniem wbrew niektórym komentarzom, które pojawiły się po publikacji założeń do zmian ustawy o NBP, powyższe modyfikacje bynajmniej nie oznaczają zapowiedzi wprowadzenia QE lub innych niestandardowych działań. Zdolność do działania jako pożyczkodawca ostatniej instancji mogłaby teoretycznie doprowadzić do zmniejszenia ryzyka wystąpienia ekstremalnie kryzysowych sytuacji, ale naszym zdaniem proponowane zmiany nie będą miały żadnego bezpośredniego wpływu na rynek FX.

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012	2013P	2014P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	493	526
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	12,805	13,656
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
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
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
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	0.0	0.0	2.4	1.0	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.8	1.9
Place 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
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.67	3.62
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.17	3.10
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.18	3.20
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.21	4.12
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.20
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
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	-3.6
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
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
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	37.2

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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](mailto: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 zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.*