

CitiWeekly

Tydzień pozytywnych niespodzianek za nami

- Seria danych publikowanych w minionym tygodniu pokazuje, że polska gospodarka wciąż rozwija się w szybkim tempie. Dane o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej oraz handlu zagranicznym okazały się lepsze od oczekiwań. W całym roku gospodarka może wzrosnąć o niemal 4%.
- Jedyne istotne rozczarowanie było widoczne w danych o wynagrodzeniach. Naszym zdaniem słabość rynku pracy w czerwcu najprawdopodobniej jest tylko efektem przejściowym. Inne dane – zarówno z rynku pracy, jak i całej gospodarki – bynajmniej nie wykazują niepokojących tendencji.
- Ceny towarów usług konsumpcyjnych w czerwcu spadły o 0,8%, zgodnie z naszymi oraz rynkowymi oczekiwaniami. W kolejnych miesiącach spodziewamy się wzrostu wskaźnika CPI, choć w bardzo powolnym tempie.
- Grecja po raz pierwszy od trzech tygodni otwiera banki, choć ograniczenia w przepływie kapitału pozostają. Jednocześnie dzięki finansowaniu pomostowemu od krajów strefy euro grecki rząd będzie w stanie regulować swoje zobowiązania, w tym również wobec Europejskiego Banku Centralnego.

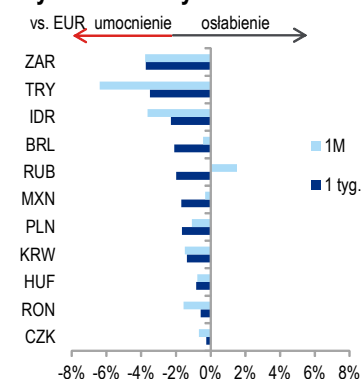
Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



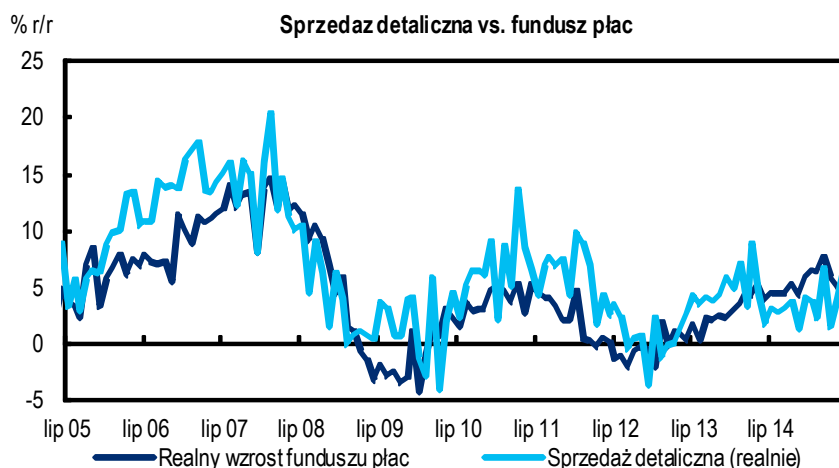
Według stanu na dzień 17.07.2015 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe .

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 15	4,32	3,98	6,18	1,09	1,50	0,05	1,74	0,70	2,40
III KW 16	4,19	4,11	6,07	1,02	1,75	0,05	2,13	0,80	2,55

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 15.07.2015 r.

Wykres 2. Sprzedaż detaliczna przyspieszyła w czerwcu mimo spowolnienia funduszu płac. Oczekujemy kontynuacji dobrych odczytów konsumpcji w kolejnych miesiącach.



Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy.

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
22 lip		ŚRODA					
15:00	USA	Indeks PMI dla usług	pkt	VII	--	--	54.8
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VII	--	5.40	5.35
23 lip		CZWARTEK					
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	VI	10.4	10.4	11
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	--	281
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	% m/m	VI	--	--	0.7
24 lip		PIĄTEK					
03:45	CNY	Wstępny indkes PMI dla przemysłu	pkt	VII	--	--	49.4
10:00	EMU	Indeks PMI dla przemysłu	pkt	VII	--	--	52.5
15:45	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	VII	--	--	53.6
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	VI	--	--	546

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

Miniony tydzień

Grecja

Greckie banki ponownie otwarte, ale ograniczenia w wypłatach pozostają. Po tym jak w minionym tygodniu Grecja przyjęła pierwszy pakiet zmian prawnych wymaganych przez Troikę, kraje strefy euro zgodziły się na uruchomienie finansowania pomostowego (tymczasowgo) oraz rozpoczęcie rozmów na temat trzeciego pakietu pomocowego. W związku z tym Grecja jest w stanie regulować swoje zobowiązania między innymi wobec EBC, dzięki czemu ryzyko natychmiastowej niewypłacalności zostało odroczone. Od poniedziałku ponownie ruszają banki, które były zamknięte przez ostatnie trzy tygodnie. W rzeczywistości ograniczenia w przepływie kapitału oraz limity wypłaty depozytów są wciąż utrzymywane. Co istotne jednak, dzienny limit wypłat depozytów na poziomie 60 € został zastąpiony tygodniowym limitem 420 €. Z punktu widzenia tempa odpływu środków z sektora bankowego nic się nie zmienia (w skali tygodnia limit jest nie zmieniony), ale nowe ograniczenia powinny ułatwić funkcjonowanie Grekom i pozwolić na funkcjonowanie gospodarki. Naszym zdaniem na całkowite wyeliminowanie ograniczeń w przepływie kapitału będzie trzeba poczekać znacznie dłużej – na Cyprze nastąpiło to po dwóch a w Islandii po siedmiu latach.

Rynek pracy

Czerwcowe dane z rynku pracy wyraźnie rozczarowały, choć najprawdopodobniej było to tylko przejściowe zjawisko. Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach wzrosły o 2,5% w porównaniu z czerwcem poprzedniego roku, podczas gdy oczekiwania rynkowe oraz

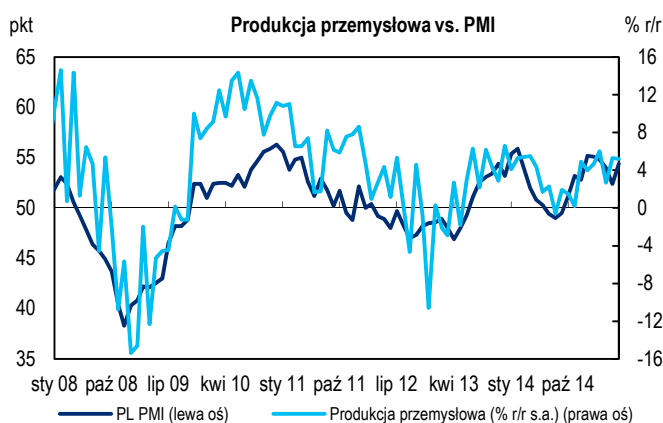
nasza prognoza przekraczały 4%. Nawet biorąc pod uwagę tradycyjną zmienność danych o płacach, czerwcowy niespodzianka wydaje się dosyć istotna. Trudno nam ocenić na podstawie dostępnych danych, co stało za tym wynikiem, tym bardziej, że dokładniejsze informacje o wzrostach wynagrodzeń w poszczególnych branżach zostaną podane dopiero w najbliższych dniach. Możliwe jednak, że tak znaczne spowolnienie płac jest tylko przejściowym zjawiskiem, tym bardziej, że wiele innych wskaźników sugeruje, że ożywienie trwa (więcej poniżej). Niemniej spowolnienie płac i zatrudnienia mogłoby nastąpić w kolejnych miesiącach, szczególnie, jeśli niepewność dotycząca strefy euro przełożyłaby się na optymizm przedsiębiorstw i konsumentów w Polsce.

Produkcja przemysłowa

Dane o produkcji przemysłowej rysują znacznie bardziej optymistyczny obraz niż można byłoby sądzić na podstawie danych z rynku pracy. Produkcja przemysłowa po uwzględnieniu różnic w liczbie dni roboczych w poszczególnych miesiącach wzrosła o 5,2% r/r, wobec 5,4% w maju. Z kolei bez korekty o dni robocze produkcja przyspieszyła do 7,6% (z 2,8%), co wynikało głównie z silniejszej produkcji w przetwórstwie. Z drugiej strony wzrost produkcji budowlanej rozczarował (-2,5% r/r), głównie za sprawą słabego wyniku w inżynierii lądowej.

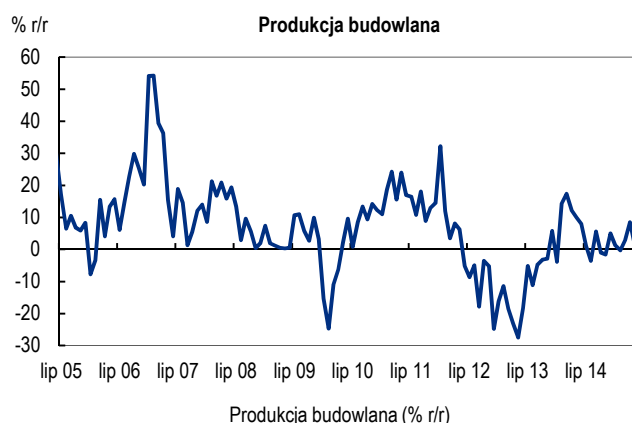
Pozytywne tendencje w przemyśle powinny utrzymać się również w najbliższej przyszłości. Mimo pewnych rewizji prognoz wzrostu w dół dla strefy euro i Niemiec, prognozy Citi cały czas zakładają stopniowe przyspieszenie wzrostu PKB wśród partnerów handlowych Polski w latach 2015-2016. To z kolei powinno mieć pozytywny wpływ na popyt na polski eksport i produkcję.

Wykres 3. Wzrost produkcji przemysłowej pozostaje stabilny na umiarkowanym poziomie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Produkcja budowlana najprawdopodobniej odreaguje w kolejnych miesiącach



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Sprzedż detaliczna

Podobnie jak produkcja przemysłowa okazała się wyższa od oczekiwań, tak również pozytywnie zaskoczył wzrost sprzedaży. Po uwzględnieniu zmian cen (czyli w ujęciu realnym) sprzedaż wzrosła o 6,6% r/r, a więc szybciej niż 4,7% w poprzednim miesiącu. Dobre wyniki w handlu detalicznym oraz wspomniane wcześniej pozytywne niespodzianki w produkcji przemysłowej sprawiają, że ostatnie nieco słabsze dane z rynku pracy traktujemy jako jednorazowe odchylenie od trendu

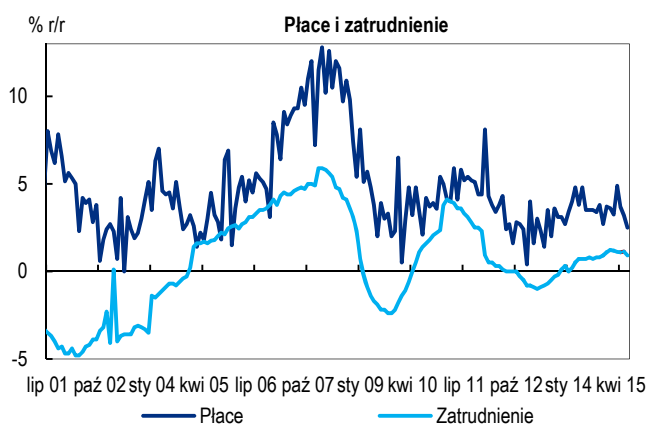
wzrostowego. Naszym zdaniem gdyby konsumenci czuli się mniej pewnie na rynku pracy, trudno byłoby o tak wyraźny wzrost w sprzedaży.

Biorąc to wszystko pod uwagę, wciąż oczekujemy, że wzrost PKB w tym roku może wynieść około 3,9%. Gdyby nie ryzyka zewnętrzne związane z Grecją oraz Chinami, to prawdopodobnie rozważalibyśmy nawet podwyższenie prognoz PKB. Biorąc pod uwagę, że „nieinflacyjne” tempo wzrostu PKB zapewne tylko lekko przekracza 3% r/r, obecne tempo wzrostu gospodarczego z czasem może doprowadzić do pojawienia się presji cenowej, choć naszym zdaniem nie jest to zagrożenie dla najbliższych kwartałów.

Deflacja na razie bez niespodzianek

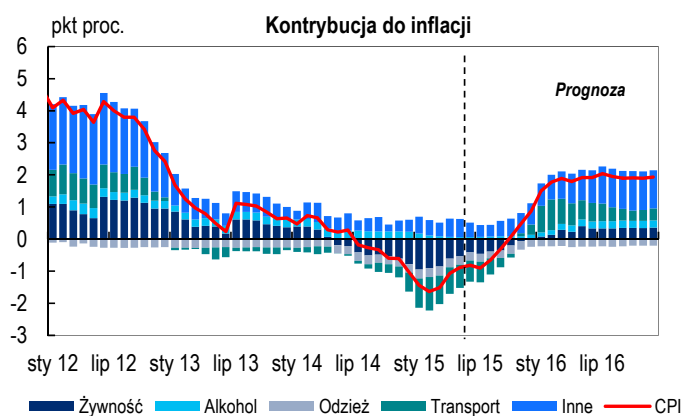
Czerwcowe dane o inflacji potwierdziły nasze przypuszczenia, że ceny konsumentów spadły o 0,8% w porównaniu z poprzednim rokiem. Chociaż ceny żywności okazały się wyższe niż sądziliśmy, wpływ tego czynnika został zrekomensowany przez niskie ceny w „łączności”. Dane te nie zmieniają istotnie perspektyw na najbliższe miesiące. Wciąż oczekujemy stopniowego wzrostu CPI, ale poziom 0% zostanie przekroczony dopiero pod koniec roku. W 2016 r. inflacja może zbliżyć się do 2%, ale wciąż będzie niższa od celu inflacyjnego banku centralnego.

Wykres 5. Zaskakująco słaby wzrost płac może wynikać z czynników jednorazowych



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Inflacja wzrosła do -0,8% zgodnie z oczekiwaniami



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

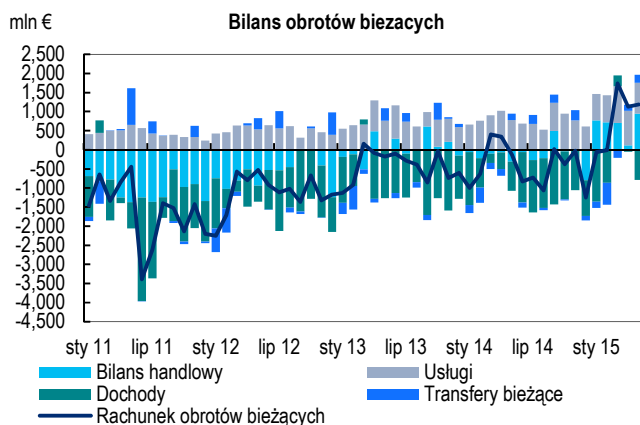
Ponownie lepsze dane o obrotach bieżących

Dzięki nieoczekiwanej wysokiej nadwyżce w maju bilans obrotów bieżących za 12 ostatnich miesięcy jest niemal zrównoważony, co ma pozytywny wpływ na złotego. Saldo obrotów bieżących wzrosło w maju do 1,2 mld € z 1,1 mld €, co było powyżej rynkowego konsensusu na poziomie 0,4 mld €. Pozytywna niespodzianka wynikała przede wszystkim z poprawy salda handlowego do ok. 1 mld €, które było związane ze znacznie niższym od oczekiwań importem. Niespodzianki na pozostałych rachunkach były znacznie mniejsze i w sumie wyniosły 300 mln €. Deficyt skumulowany za 12 ostatnich miesięcy wyniósł jedynie ok. 0,1% PKB wobec 0,4% w kwietniu, podczas gdy suma bilansu obrotów bieżących oraz salda kapitałowego wzrosła do ok. 3,2% PKB z 2,6%.

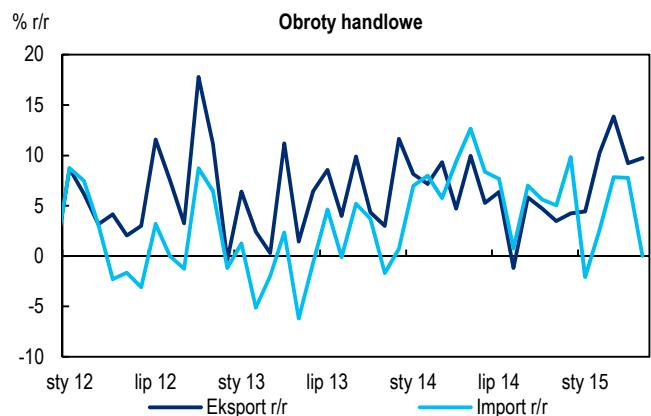
Naszym zdaniem słaby import może być wynikiem przejściowych czynników (oczywiście poza stosunkowo niskimi cenami ropy), a silny

popyt krajowy najprawdopodobniej sprawi, że import zacznie odreagowywać w kolejnych miesiącach. Tym samym, choć 12-miesięczny bilans obrotów bieżących może w najbliższych miesiącach zanotować historyczną nadwyżkę to najprawdopodobniej na koniec roku saldo znów będzie ujemne i według naszych prognoz wyniesie -0,7% PKB. Oczekiwane pogorszenie na rachunku obrotów bieżących będzie stosunkowo niewielkie, więc nie powinno mieć negatywnego wpływu na złotego. Tym bardziej, że znaczny napływ środków unijnych do kraju jest stabilizującym czynnikiem dla złotego.

Wykres 7. Bilans obrotów bieżących okazał się nieoczekiwanie znacznie wyższy od oczekiwań ... Wykres 8. ... głównie za sprawą spowolnienia wzrostu importu



Źródło: NBP, Citi Handlowy.



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	496	526	549	467	471
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,616	1,663	1,729	1,792	1,896
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,879	13,667	14,270	12,153	12,267
Populacja (mln)	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.4	38.4
Stopa bezrobocia (%)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.4	11.5	10.1	10.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.6	3.4	3.9	3.7
Inwestycje (% r/r)	-12.7	9.7	12.2	-4.3	-3.5	11.4	6.3	7.2
Spożycie ogółem (% r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.4	3.4	3.0	3.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.4	2.7	3.0	1.0	1.2	3.1	3.4	3.2
Eksport (% r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.3	4.8	5.7	7.6	7.0
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	9.1	7.1	7.7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	0.8	1.9
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.7	1.9
Place nominalne (% r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.8	4.0	4.8
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7.0	8.5	13.9	2.4	4.5	7.6	8.0	9.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	2.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	3.66	1.73	2.48
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	3.40	4.15
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	4.12	4.01
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.91	4.15
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.31	4.13
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.22	4.21
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-24.1	-27.0	-17.6	-7.0	-7.9	-3.4	-6.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.4	-0.7	-1.4
Saldo handlu zagranicznego	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.9	-0.9	3.9	0.6
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	208.9	182.9	187.8
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	209.8	179.0	187.2
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	10.7	8.8	9.1
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-18.0	-17.4	-15.8	-16.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-3.7	-8.1	-10.0	-11.0
Rezerwy międzynarodowe	73.4	86.3	89.7	100.3	99.3	94.1	94.1	94.1
Amortyzacja	46.9	44.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0	49.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7.4	-7.6	-4.9	-3.7	-4.0	-3.2	-2.7	-2.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-0.9	-0.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	52.0	52.5	52.0	53.1	47.9	48.9	48.8

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

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) może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w całości lub w części. 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.