

CitiWeekly

Inwestycje jednak rozczarowują

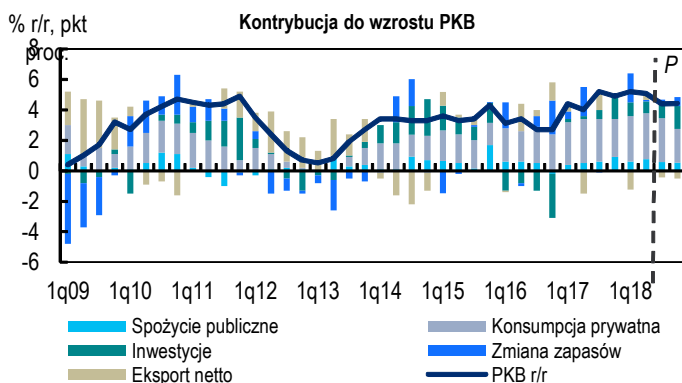
- Dane GUS potwierdziły wstępny odczyt wzrostu PKB na poziomie 5,1%, przy bardzo dobrym wyniku konsumpcji (4,9% wobec 4,8% w I kw.) oraz pozytywnej kontrybucji eksportu netto. Jednocześnie odnotowano nieoczekiwane spowolnienie inwestycji.
- Nakłady na środki trwałe wzrosły w II kwartale o 4,5% r/r, znacznie poniżej naszej prognozy i konsensusu rynkowego na poziomie 9% (minimalna prognoza w ankiecie PAP zakładała wzrost o 6,4%). Tak słaby wynik jest zaskoczeniem biorąc pod uwagę blisko 90% wzrost inwestycji samorządów i ponad 10% wzrost inwestycji dużych przedsiębiorstw. Zgodnie z naszymi szacunkami, gdyby nie boom inwestycyjny samorządów, wzrost nakładów na środki trwałe w gospodarce byłby w II kwartale bliski zera. To z kolei może sugerować, że inwestycje małych i średnich firm były wyjątkowo słabe.
- Według informacji GUS powyższe dane były pod wpływem zmiany metodologii zasad księgowania wydatków militarnych (zmiana zasad rachunkowości z kasowej na memoriałową), co zawyżyło wyniki I kwartału, a zaniżyło wyniki II kwartału. Niemniej czynnik ten nie wyjaśnia czemu w całej I połowie roku wzrost inwestycji wyniósł zaledwie 6%. Wzrosty te są szczególnie rozczarowujące gdy są zestawiane z ponad 5% wzrostem PKB. Powyższe tendencje sugerują, że zmiana modelu gospodarczego na nakierowany na wykorzystanie nowych technologii jest bardzo powolnym procesem.
- Po danych za II kw. podwyższyliśmy nasz szacunek konsumpcji na 2018 r. do 4,7%, ale obniżyliśmy prognozę wzrostu inwestycji do jedynie 5,7% z 7,6%. Jednocześnie utrzymaliśmy prognozę na cały rok na poziomie 4,7%, ale z bardziej proinflacyjną strukturą wzrostu. Gospodarka rośnie w tempie znacznie przekraczającym potencjał (3-3,5%) i dlatego luka popytowa jest wyraźnie dodatnia i w tym roku może osiągnąć 2%. Ponadto, stopa bezrobocia obniżyła się poniżej 4%, a niedobór siły roboczej jest poważnym problemem dla wielu firm. Przy niskim poziomie inwestycji trudno o istotne przyspieszenie potencjalnego tempa wzrostu, a bez niego realnym zagrożeniem jest scenariusz, w którym jednocześnie dochodzi do wzrostu inflacji i spowolnienia PKB.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 18	4,29	3,80	4,66	1,13	1,50	-0,40	1,70	0,60	2,65
III KW 19	4,27	3,71	4,80	1,15	1,50	-0,25	1,74	0,85	2,80

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 17.08.18 r. pozostałe prognozy z dnia 18.07.2018 r.

Wykres 3. Choć wzrost PKB w II kw. zaskoczył w górę, to inwestycje ponownie rozczarowały.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

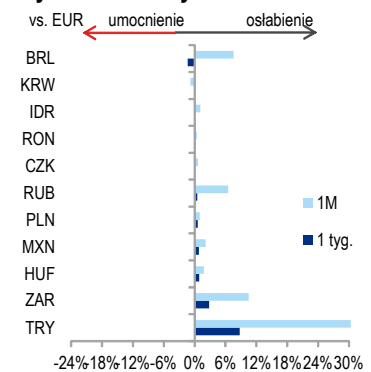
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

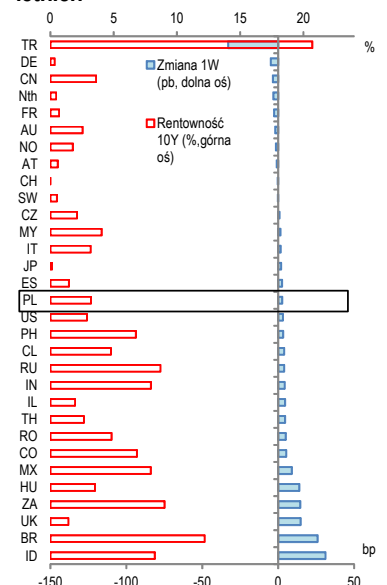
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



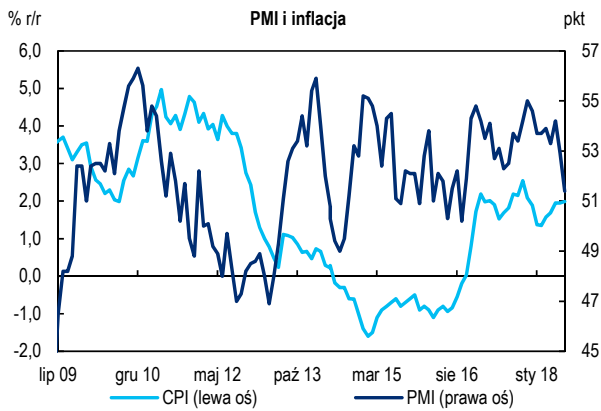
Według stanu na dzień 31.08.2018 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

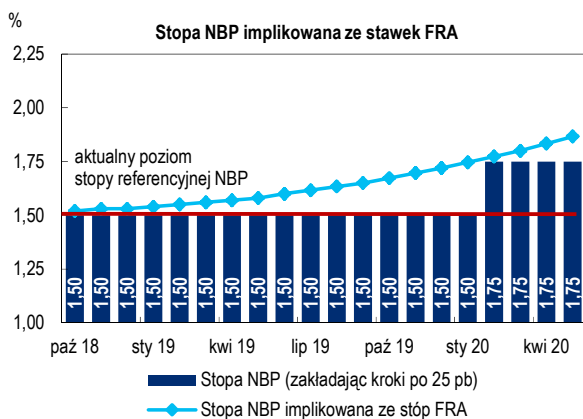
Wykres 4. PMI spada i oczekujemy też spadku inflacji



- Zgodnie z oczekiwaniami rynku wstępny odczyt inflacji za sierpień pokazał stabilizację na poziomie 2%. Według częściowych danych GUS nieco mniejszy od naszych założeń był spadek cen w kategorii żywność (-0,7% m/m), a nieco wyższa była dynamika cen nośników energii (wzrost o 0,5% m/m). Szczegółowe rozbięcie danych o inflacji zostanie opublikowane 13 września.
- Indeks PMI spadł w sierpniu do 51,4 pkt z 52,9, najniżej od października 2016 r. i poniżej oczekiwań rynkowych (53,1). Indeks PMI spadł przy dalszym obniżeniu wskaźników PMI dla strefy euro i Niemiec i mimo odreagowaniu indeksu Ifo. Na spadek indeksu złożyło się pogorszenie indeksu produkcji, nowych zamówień oraz zatrudnienia.

Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy

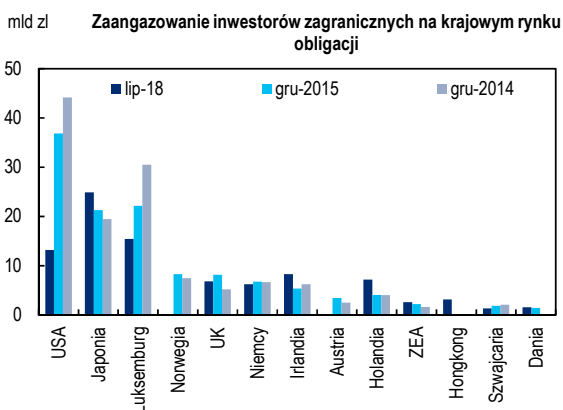
Wykres 5. RPP prawdopodobnie utrzyma gołębi ton komentarzy



- Nie oczekujemy zmian stóp procentowych ani zmiany łagodnego tonu RPP. Od ostatniego spotkania w lipcu opublikowane zostały lepsze od prognoz dane o produkcji i PKB oraz dobre dane o sprzedaży. Ponadto, inflacja utrzymała się na poziomie 2%, a złoty umocnił się, przy odreagowaniu euro do dolara. Prezes NBP prawdopodobnie powtórzy, że nie ma powodu do zmiany stóp co najmniej do końca 2019 r.
- Spodziewamy się stopniowego spowolnienia wzrostu PKB w kolejnych kwartałach i spadku inflacji do 1,5% na koniec roku. Taki zestaw danych będzie wspierał gołębie nastawienie RPP, co przy ograniczonej emisji długu w II poł. roku będzie wspierać obligacje. W 2019 r. oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji powyżej celu inflacyjnego, ale zakładamy, że RPP zaczeka ze zmianą stóp do 2020 r.

Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 6. Inwestorzy zagraniczni ograniczają portfele obligacji



- Według danych Ministerstwa Finansów inwestorzy zagraniczni zmniejszyli zaangażowanie na krajowym rynku obligacji skarbowych w lipcu o 1,5 mld zł. W tym ograniczali swoje pozycje inwestorzy z grupy rachunków zbiorczych i fundusze inwestycyjne, a zwiększały pozycje azjatyckie banki centralne i banki komercyjne. Ponadto wciąż swoje pozycje zwiększali inwestorzy japońscy.
- Według planu na wrzesień resort finansów zaoferuje ok. 3-6 mld zł na aukcji podstawowej i zorganizuje aukcję zamiany. Spodziewamy się sprzedaży i emisji netto na poziomie ok. 5 mld zł i finalizacji procesu realizacji potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok w listopadzie przy kontynuacji prefinansowania potrzeb na 2019 r. Resort finansów utrzymuje dużą elastyczność emisji dzięki 52 mld zł depozytów.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
3 wrz PONIEDZIAŁEK							
	USA	Dzień pracy					
03:45	CN	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	50,6	50,6	50,8
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	53,0	53,1	52,9
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	--	--	53,1
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	--	55,2	55,4
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	--	56,1	56,1
10:00	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	54,6	54,6	54,6
4 wrz WTOREK							
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	--	54,3	54,5
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VIII	58,3	57,8	58,1
5 wrz ŚRODA							
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	VIII	--	--	55,2
10:00	EMU	PMI dla usług	pkt	VIII	54,4	54,3	54,4
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VII	-0,2	0	0,3
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	VII	-50,7	-49,6	-46,3
	PL	Decyzja RPP	%	IX	1,50	1,50	1,50
6 wrz CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienie w przemyśle	%m/m	VII	3,3	--	-4,0
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	--	--	3,4
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	wda % r/r	VII	--	4,0	4,2
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	VIII	--	187	219
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	IX	--	--	213
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	VIII	--	--	55,2
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VII	--	-0,5	0,7
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VIII	57,5	56,0	55,7
7 wrz PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	%m/m	VII	0,5	0,2	-0,9
08:00	RO	PKB	% r/r	II kw.	--	--	4,1
11:00	EMU	PKB	sa % r/r	II kw.	2,2	2,2	2,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VIII	200	187	157
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VIII	3,8	3,9	3,9

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	471	526	613	720
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 858	1 982	2 126	2 272
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 200	12 417	12 263	13 698	16 008	18 796
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,7	6,0	5,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,6	3,3	3,8	3,0	4,6	4,7	3,9
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	5,7	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	4,3	3,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,7	3,8
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	2,8	5,8
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	4,6	6,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,5	2,8
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,5
Płace nominalne (% r/r)	3,5	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,3	8,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	2,42	4,47	7,58	7,40	4,90	5,40	7,00	7,90
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M. (% koniec okresu)	4,13	2,71	2,08	1,65	1,73	1,72	1,71	2,08
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,40	3,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,87	3,56
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,67	3,81
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,30	4,24
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,28	4,29
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,4	-2,6	-3,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-4,3	-7,7
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	223,5	274,6	295,6
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	222,9	278,8	303,3
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	20,3	26,6	30,2
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,3	-24,8	-25,5
Rezerwy międzynarodowe	100,3	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	116,0	125,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,7	-0,9	-1,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,1	0,6	0,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,5	47,2	44,5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Biuro Głównego Ekonomisty

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 otrzymaniem 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 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, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. 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. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakikolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakikolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedzialności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. 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. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.