

CitiWeekly

Grecja na pierwszym planie

- W rozpoczynającym się tygodniu wszelkie publikacje danych zejść na drugi plan, a uwaga inwestorów będzie skoncentrowana na rozmowach przedstawicieli Troiki z Grecją. W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że ostatecznie dojdzie do porozumienia w sprawie wypłaty środków pomocowych dla Grecji. Niemniej brak takiego porozumienia oznaczałby gwałtowny wzrost ryzyka Grexit.
- Najnowsze dane pokazują, że spadki cen konsumpcyjnych stają się coraz płytsze. Wpisuje się to w naszą prognozę zakładającą wzrost inflacji do niemal 1% pod koniec roku.
- Miesięczne dane wydają się potwierdzać, że gospodarka znajduje się w fazie ożywienia. Niepokojącym sygnałem może być wyhamowanie produkcji budowlanej i przemysłowej, ale jest on równoważony przez lepsze od prognoz dane o sprzedaży detalicznej w Polsce.
- Dane, które się dotychczas pojawiły nie zmieniają naszych oczekiwań co do poziomu stóp procentowych w kraju. Spodziewamy się, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przynajmniej do połowy 2016 roku, a do pierwszej podwyżki dojdzie około września przyszłego roku.

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

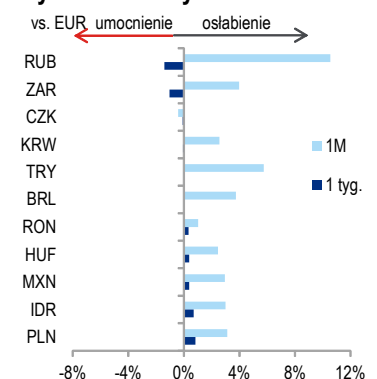
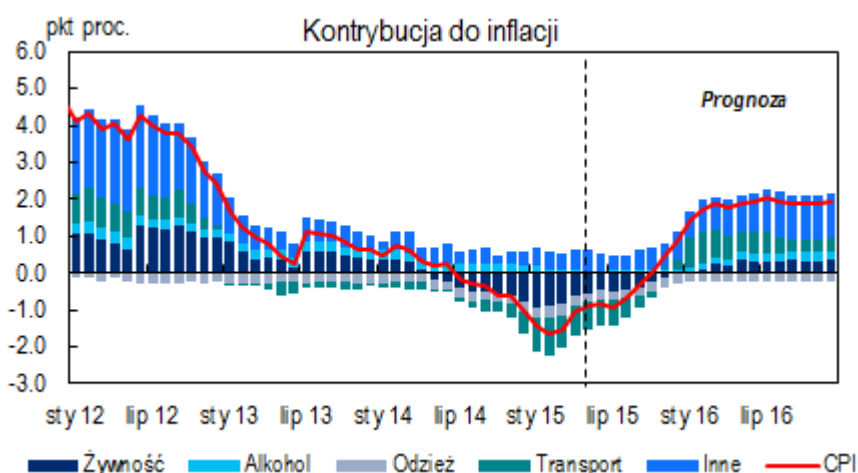
Według stanu na dzień 19.06.2015 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 15	4,12	3,85	5,88	1,07	1,50	0,05	1,71	0,50	2,30
III KW 16	4,08	3,99	5,92	1,02	1,75	0,05	2,13	1,10	2,60

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dn. 5.06.2015 r., pozostałe z dn. 17.6.2015 r.

Wykres 2. Deflacja się zmniejszyła, ale była wyższa od oczekiwań głównie za sprawą cen żywności. Wciąż spodziewamy się jednak stopniowego dalszego wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach.



Źródło: GUS, 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 cze PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	% m/m	V	5,15	5,25	5,04
16:00	EA	Zaufanie konsumentów	pkt	VI	--	-5,8	-5,5
19:00	EA	Spotkanie szefów państw strefy euro w sprawie Grecji					
23 cze WTOREK							
03:45	CN	PMI dla przemysłu	pkt	VI	--	49,4	49,2
10:00	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	VI	--	52,2	52,2
10:00	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	VI	--	53,6	53,8
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	V	--	-0,5	-0,5
16:00	USA	PMI dla przemysłu	pkt	V	--	54,2	-0,5
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	V	--	525	517
24 cze WTOREK							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	VI	--	108,1	108,5
14:30	USA	PKB	%	I kw.	--	-0,2	-0,7
25 cze CZWARTEK							
	PL	Koniunktura konsumencka					
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	VI	--	271	267
14:30	USA	Dochody osobiste	% m/m	V	--	0,4	
15:45	USA	Indeks PMI dla usług	pkt	VI	--	56,8	56,2

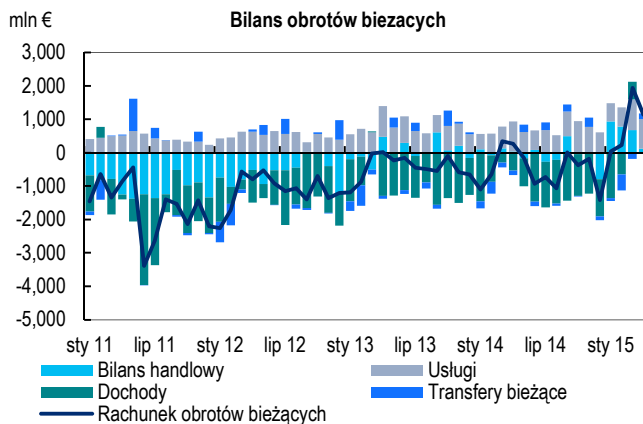
Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Miniony tydzień

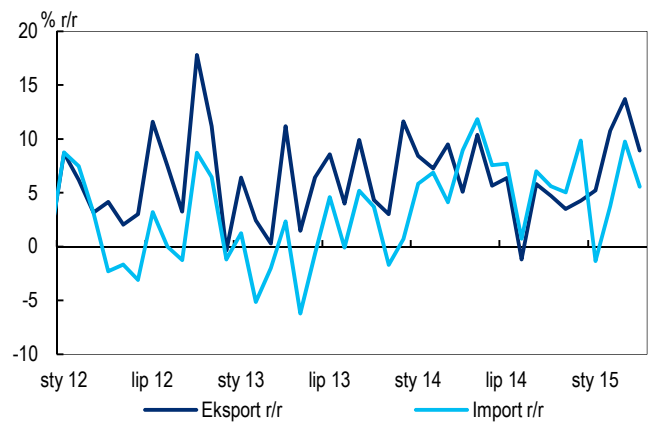
Inflacja

Deflacja w maju była mniejsza niż w kwietniu, ale większa niż oczekiwał rynek, a w kolejnych miesiącach oczekujemy jej dalszego stopniowego wzrostu. Inflacja wzrosła w maju do -0,9% r/r z -1,1% w kwietniu, podczas gdy konsensus rynkowy wynosił -0,7%, a nasza prognoza -0,6%. Większość niespodzianki wynikała z niższych od oczekiwań cen żywności. Ponadto do głębszego spadku cen w ujęciu rocznym przyczyniła się także deflacja w komunikacji oraz rekreacji i kulturze. Według naszych szacunków inflacja netto skorygowana o ceny paliwa i energii pozostała na niezmiennym poziomie 0,4% r/r. Choć inflacja najprawdopodobniej będzie oscylować wokół -0,9% w najbliższych 2 miesiącach, trend sugeruje dalsze wzrosty w średnim terminie. Zgodnie z naszymi prognozami inflacja najprawdopodobniej wzrośnie powyżej zera w październiku/listopadzie i osiągnie 0,8%-0,9% w grudniu 2015 r.

Wykres 3. Nadwyżka w obrotach bieżących spadła, ale utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie **Wykres 4. Eksport spowolnił znacznie bardziej niż import**



Źródło: NBP, Citi Handlowy.



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Bilans płatniczy

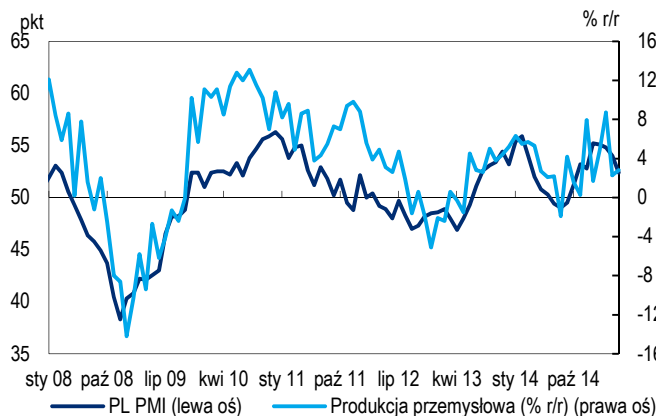
Nadwyżka w obrotach bieżących zmniejszyła się w kwietniu do 1,1 mld EUR (z 1,9 w marcu), a skumulowany deficyt za 12 miesięcy był rekordowo niski, co powinno stabilizować wahania złotego. Taki wynik był nieco poniżej konsensusu na poziomie 1,2 mld EUR i powyżej naszego szacunku 0,9 mld EUR. Największą niespodzianką było całkiem dobre zachowanie importu (do 8,0% r/r z 9,8%) sugerujące mocny popyt wewnętrzny, przy spowolnieniu eksportu (do 8,7% r/r z 13,7%). Deficyt skumulowany za 12 miesięcy zanotował historycznie niski poziom 0,4% PKB, co powinno ograniczać wrażliwość złotego na wahania apetytu na ryzyko.

Produkcja przemysłowa

Pomimo niesprzyjających czynników wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył w maju do 2,8% r/r (5,3% po korekcie sezonowej), co jest spójne z naszym scenariuszem wysokiego wzrostu gospodarczego. Produkcja przemysłowa przyspieszyła z 2,3% w kwietniu (2,7% po odsezonowaniu) i była powyżej naszej prognozy (2,1%), ale poniżej konsensusu (3,9%). Wynik w produkcji był pozytywny szczególnie biorąc pod uwagę niekorzystny efekt kalendarzowy, spadek PMI i słabe wyniki produkcji. Sądzymy, że wzrost produkcji przemysłowej będzie wspierany przez dobre perspektywy popytu zagranicznego na polski eksport, biorąc pod uwagę stopniowe przyspieszenie wzrostu PKB w strefie euro i w Niemczech.

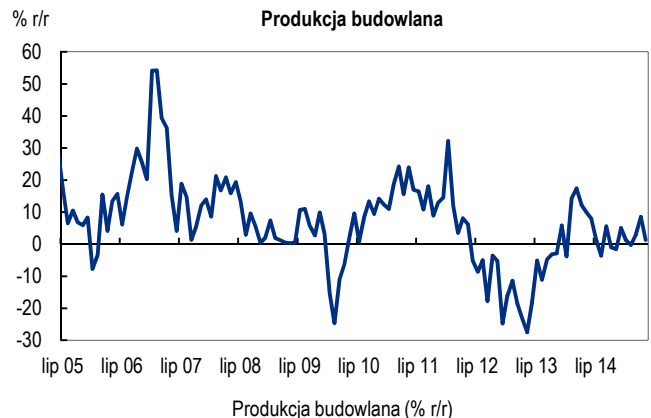
Jednocześnie wzrost produkcji budowlanej spowolnił znacznie bardziej niż oczekiwano, ale naszym zdaniem jest to jedynie tymczasowa sytuacja. Wzrost produkcji budowlanej spowolnił do 1,3% r/r w maju z 8,5% w kwietniu i był znacznie poniżej konsensusu na poziomie 8,1% oraz poniżej naszej prognozy 9,3%. Oczekujemy odreagowania produkcji budowlanej w kolejnych miesiącach.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa przyspieszyła ...



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. ... a produkcja budowlana spowolniła



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Sprzedaż detaliczna

Wzrost sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym przyspieszył w maju do 4,3% r/r (z 1,5% w kwietniu) przewyższając oczekiwania, co potwierdza dobre zachowanie konsumpcji. Wzrost sprzedaży był powyżej naszego szacunku 3,9%, a wysoki wzrost wynikał przede wszystkim ze sprzedaży samochodów i żywności. Poprawa w sprzedaży nastąpiła pomimo spowolnienia wzrostu płac. Jednocześnie sądzimy, że sytuacja na rynku pracy będzie miała pozytywny wpływ na wyniki sprzedaży detalicznej oraz konsumpcję prywatną w kolejnych kwartałach.

Rynek pracy

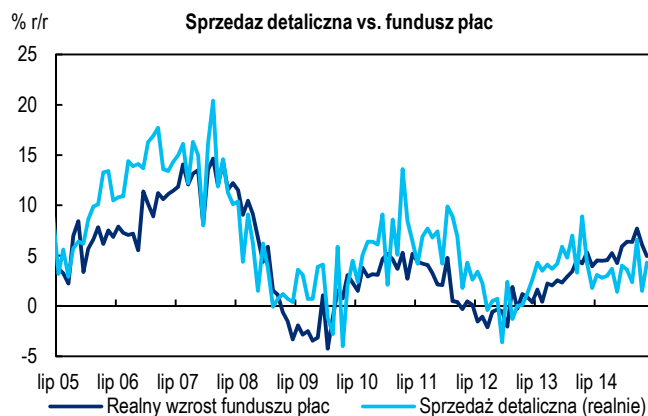
Mimo spowolnienia płac w maju sądzimy, że sytuacja na rynku pracy będzie się stopniowo poprawiać. Nominalny wzrost płac wyniósł w maju 3,2% r/r, tym samym spowalniając z 3,7% r/r w kwietniu. Taki odczyt był niższy niż oczekiwano, ale generalnie spójny z wielomiesięcznym trendem sugerującym, że sytuacja na rynku pracy wciąż się poprawia w podobnym umiarkowanym tempie. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 1,1% r/r, co zakłada realny wzrost funduszu płac w maju na poziomie ponad 5% będąc pozytywnym sygnałem dla popytu konsumpcyjnego w najbliższych miesiącach. W związku z tym, że inflacja najprawdopodobniej wzrośnie w dalszej części roku ze względu na wzrost cen paliw, utrzymanie się wysokiego wzrostu płac realnych będzie możliwe jedynie w sytuacji przyspieszenia nominalnego wzrostu płac. Obecna sytuacja na rynku pracy uzasadnia optymizm dotyczący wzrostu gospodarczego w nadchodzących kwartałach.

Wykres 7. Płace spowolniły a wzrost zatrudnienia pozostał stabilny



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Sprzedaż detaliczna przyspieszyła za sprawą żywności i samochodów



Źródło: GUS, 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	473	473
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	12 322	12 311
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	10.0	9.2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.7	3.4	3.9	3.7
Inwestycje (% r/r)	-12.7	9.7	12.2	-4.3	-3.5	11.4	7.1	7.2
Spożycie ogółem (% r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.4	3.4	2.9	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	6.0
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	9.1	7.1	6.8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	1.0	2.0
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.6	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	1.74	2.48
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	2.90	4.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	4.02	3.92
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.78	4.02
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.14	4.05
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.11	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-24.1	-27.0	-17.6	-7.0	-7.9	-3.3	-6.7
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	3.8	0.6
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	208.9	178.8	186.3
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	209.8	175.0	185.7
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	10.7	8.6	9.0
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-18.0	-17.4	-15.5	-15.8
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	48.9

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