

CitiWeekly

Rozczarowujące dane stwarzają ryzyko dla wzrostu

- W tym tygodniu poznamy szczegółową strukturę danych o PKB za II kw., których wstępny odczyt mocno rozczarował. Sądzymy tak jak wcześniej, że spowolnił wzrost nakładów na środki trwałe i spadła dodatnia kontrybucja eksportu netto. Za głębsze spowolnienie niż wcześniej zakładaliśmy mogła być odpowiedzialna niższa kontrybucja zmiany zapasów.
- Wzrost płac odegrał w lipcu zgodnie z oczekiwaniami, ale dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej rozczarowały. Jeśli dane za sierpień również okażą się słabe mogą okazać się argumentem za obniżeniem naszej optymistycznej prognozy PKB na ten rok (3,9%).
- Jednocześnie słabsze dane o PKB i miesięczne dane o aktywności jak również spadki cen paliw zwiększające ryzyko wolniejszego wzrostu inflacji mogą przyczynić się do spadków rentowności w najbliższym czasie. Jednak naszym zdaniem inflacja odegra za sprawą wyższych cen żywności i wciąż mocnego popytu, a dane z gospodarki ulegną poprawie najpóźniej we wrześniu co doprowadzi do wzrostu rentowności w IV kw.
- Minutes FOMC z sierpniowego posiedzenia Fed były bardziej gołębie niż oczekiwano i zmniejszyły oczekiwania rynku na podwyżkę stóp procentowych we wrześniu. Jednak ekonomiści Citi wciąż uwzględniają zacieśnienie polityki pieniężnej we wrześniu w swoim bazowym scenariuszu.
- Grecja otrzymała transze kredytu z ESM i spłaciła dług wobec EBC, po czym premier Grecji podał się do dymisji. Frakcja Syriza spróbuje utworzyć nowy rząd, ale najprawdopodobniej we wrześniu dojdzie do wcześniejszych wyborów.
- Ponadto rosną obawy o wzrost gospodarczy w Chinach, co negatywnie wpływa na waluty gospodarek wschodzących, a na rynku surowców kontynuowane są spadki cen ropy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

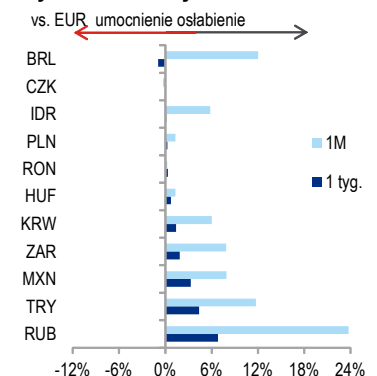
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 7.08.2015 r.

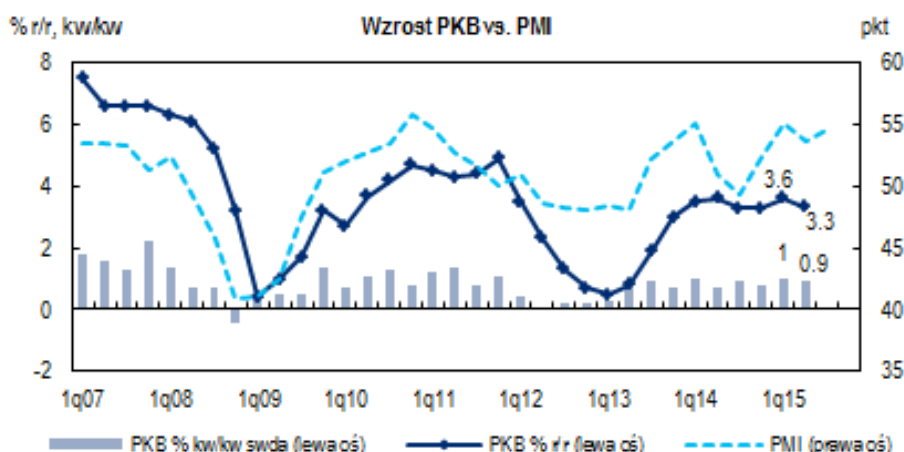
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 15	4,24	3,81	5,89	1,11	1,50	0,05	1,74	0,60	2,35
III KW 16	4,07	4,01	5,90	1,02	1,75	0,05	2,13	0,70	2,55

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 20.08.2015 r.

Wykres 2. Wzrost PKB spowolnił najprawdopodobniej za sprawą inwestycji



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

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
24 sie PONIEDZIAŁEK							
	USA	Przemówienie Lockharta z Fed					
25 sie WTOREK							
08:00	DE	PKB	% r/r	II kw.	0.4	0.4	0.3
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	VII	10.1	10.1	10.3
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	VIII	108.0	107.6	108.0
14:00	HU	Decyzja MNB w sprawie stóp	%	VII		107.6	108.0
15:00	USA	Indeks cen domów S&P Case-Shiller	% r/r	VI		5.1	4.9
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	% m/m	VII		511	482
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	VIII		93.2	90.9
26 sie ŚRODA							
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	VII		-0.4	3.4
27 sie CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.			277
14:30	USA	PKB	% kw/kw ann	II kw.		3.2	2.3
14:30	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	% m/m	VII		1.5	-1.8
28 sie PIĄTEK							
09:00	CZ	PKB	% r/r	II kw.			4.4
10:00	PL	PKB	% r/r	II kw.	3.3	3.3	3.6
11:00	EA	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	VIII		103.6	104.0
14:30	USA	Dochody konsumentów	% r/r	VII		0.4	0.4
14:30	USA	Wydatki konsumentów	% r/r	VII		0.4	0.2
16:00	USA	Indeks nastrojów konsumentów	pkt	VIII		93.2	92.9

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

Zapowiedź tygodnia

PKB

Sądzimy, że spowolnienie wzrostu PKB w II kw. do 3,3% r/r wynikało przede wszystkim ze słabszych inwestycji oraz niższej kontrybucji eksportu netto. Naszym zdaniem tak jak zakładaliśmy przed publikacją wstępnego odczytu w II kw. najprawdopodobniej doszło do utrzymania lub niewielkiego przyspieszenia wzrostu konsumpcji prywatnej, ale jednocześnie towarzyszyło temu spowolnienie wzrostu nakładów na środki trwałe. Mogło być ono głębsze niż wcześniej zakładaliśmy a jednocześnie niższa mogła okazać się kontrybucja zmiany zapasów. Jednocześnie tak jak wcześniej prognozowaliśmy kontrybucja eksportu netto najprawdopodobniej spadła do 0,4%. Oczekujemy, że w II połowie roku wzrost PKB wyniesie ok. 3,5-4%, choć dostrzegamy ryzyko w dół biorąc pod uwagę ostatnie publikacje miesięczne i dane za II kw.

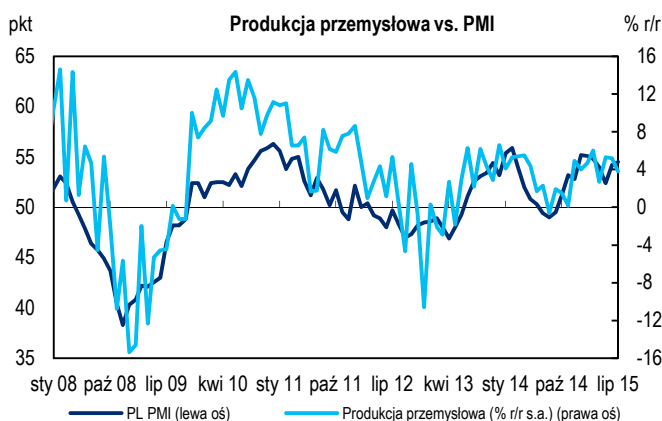
Miniony tydzień

Produkcja przemysłowa

Wzrost produkcji przemysłowej rozzarował spowalniając w lipcu do 3,8% r/r z 7,8% w czerwcu. Mediana prognoz rynkowych wskazywała na spowolnienie do 4,6%. Spowolnienie wzrostu produkcji okazało się głębsze od oczekiwań mimo pozytywnej niespodzianki w przypadku indeksu PMI, który wzrósł w lipcu do 54,5 pkt. Jednocześnie na lepsze dane wskazywały dane o produkcji aut publikowane przez Samar. Tymczasem wzrost produkcji budowlanej spowolnił niemal we wszystkich kategoriach poza wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, gaz i wodę, gdzie produkcja i tak zanotowała spadek o 2% r/r.

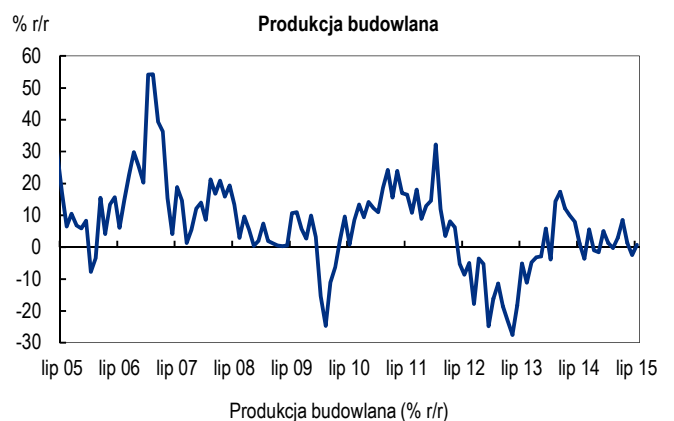
Tymczasem produkcja budowlana spadła o 0,1% r/r po spadku o 2,5% w czerwcu, co było bardzo bliskie oczekiwań rynkowych, które wskazywały na stabilizację produkcji w ujęciu rocznym.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa i PMI



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 4. Produkcja budowlana



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

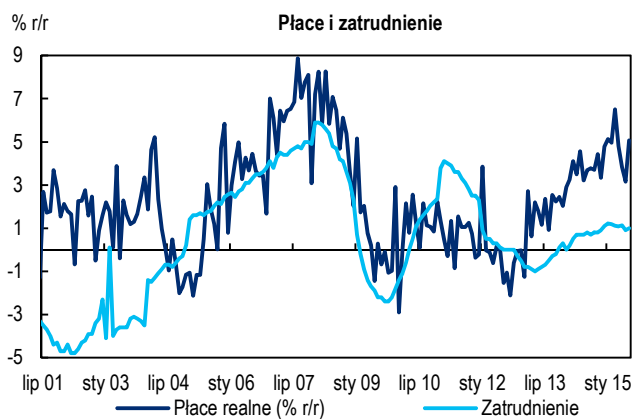
Rynek pracy

Wzrost płac przyspieszył w lipcu zgodnie z oczekiwaniami rynku do 3,3% r/r z 2,5%, podczas gdy wzrost zatrudnienia wyniósł 0,9% r/r. Oczekiwane przez nas odreagowanie wzrostu płac nastąpiło po dużej negatywnej niespodziance w dół w czerwcu, która wynikała ze znacznego spadku płac w sektorze górniczym (-11,4% r/r), ale wzrost średniej płacy w sektorze przedsiębiorstw okazał się niższy niż nasze szacunki (4,3% r/r).. Nominalny wzrost płac w lipcu był niższy niż średnio w I połowie roku (3,5%) oraz niż w II połowie 2014 r. (4%). W ujęciu realnym wzrost płac wyniósł w lipcu 5% wobec 6% w I poł. roku, ale był wciąż powyżej wzrostu zanotowanego w 2014 r. gdy inflacja była wyższa. W związku z tym, że liczba nowych ofert pracy pozostaje wysoka, a wzrost PKB jest solidny i oczekujemy jego przyspieszenia w II połowie roku pozostajemy optymistyczni co do rynku pracy w kolejnych kwartałach. W takim otoczeniu spodziewamy się domknięcia luki popytowej w tym roku, co wraz ze stopniowym wzrostem inflacji najprawdopodobniej doprowadzi do przyspieszenia nominalnego wzrostu płac.

Sprzedaż detaliczna

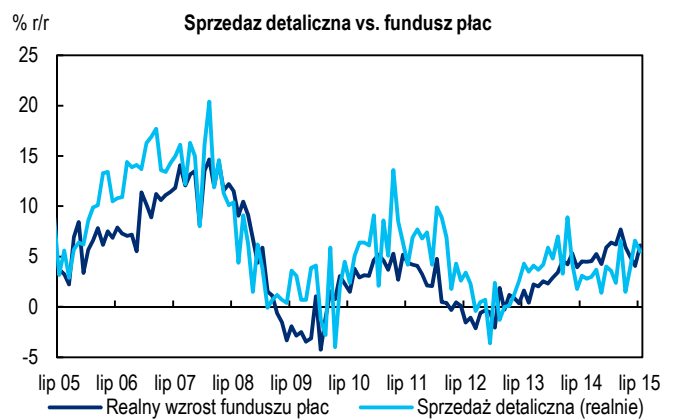
Realny wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił w lipcu do 3,5% r/r (z 6,6% w czerwcu) wyraźnie poniżej oczekiwań rynku i naszej prognozy. Spowolnienie sprzedaży nastąpiło niemal we wszystkich kategoriach z czego największe znaczenie miało spowolnienie wzrostu sprzedaży samochodów o ok. 10 pkt proc. wynikające w dużej mierze z efektów niskiej bazy w II kw. 2014 r. Wzrost sprzedaży dóbr trwałego użytku spowolnił do 10,7% za sprawą gorszego wyniku w sprzedaży aut, ale to wciąż bardzo dobry wynik. Jednak także sprzedaż po wykluczeniu aut, paliw i żywności spowolniła do 2,7% z 6,6%. W ujęciu nominalnym wzrost sprzedaży spowolnił do 1,2% z 3,8%.

Wykres 5. Płace i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Realny wzrost sprzedaży detalicznej i funduszu płac



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	496	526	549	469	472
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,616	1,663	1,729	1,792	1,897
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,879	13,667	14,270	12,205	12,297
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	8.0
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	7.3
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	9.1	7.1	8.3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	0.8	2.0
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.6	1.8
Place nominalne (% r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.8	4.0	4.8
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	2.23
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	3.50	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	3.92	3.95
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.82	4.02
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.18	4.05
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.17	4.08
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-24.1	-27.0	-17.6	-6.9	-7.0	-2.6	-5.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.3	-0.6	-1.3
Saldo handlu zagranicznego	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.8	-2.2	2.9	-0.5
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	208.6	182.7	187.6
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	210.8	179.8	188.0
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.5	12.0	10.0	10.3
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-17.7	-16.3	-14.9	-15.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-2.8	-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	39.1	47.2	49.9	58.2	56.3	51.0
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 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.

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.