21 sierpnia 2017 r. 5 stron

# CitiWeekly

## Solidny wzrost dzięki inwestycjom

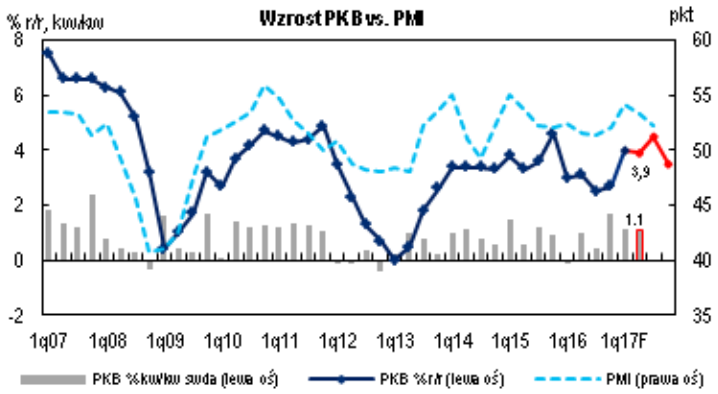
- Wzrost gospodarczy obniżył się w II kwartale do 3,9% z 4%, ale i tak był nieco wyższy od prognoz. Chociaż na tym etapie nie znamy dokładnego rozbicia danych, przypuszczamy, że dobry wynik to efekt ponownego przyspieszenia inwestycji.
- Przypuszczenia dotyczące ożywienia inwestycji potwierdzają również dane o produkcji budowlanej, która po dynamicznych wzrostach w II kwartale, ponownie pozytywnie zaskoczyła w lipcu. Nakładając to na czerwcowe informacje o większym napływie funduszy unijnych do Polski, można zakładać, że inwestycje infrastrukturalne w końcu pokazują „oznaki życia". Naszym zdaniem na większe przyspieszenie będzie trzeba poczekać do przełomu 2017/2018 r., jednak najnowsze dane przynajmniej potwierdzają, że proces inwestycyjny powoli rusza z miejsca.
- Po najnowszych danych za II kw. podnieśliśmy lekko oczekiwania dotyczące PKB w III kwartale. Obecnie szacujemy, że wzrost może wynieść około 4,5% r/r w okresie lipiec-wrzesień (wcześniej oczekiwaliśmy 4,3%), a poprawa w inwestycjach zrekompensuje prawdopodobne osłabienie konsumpcji związane z zanikaniem efektu programu 500+. W całym roku wzrost powinien wynieść 4%.
- Jak już wielokrotnie sygnalizowaliśmy, główne pytanie sprowadza się nie do tego jak szybko gospodarka będzie rosnąć w bieżącym roku, ale na ile wzrost ten jest do utrzymania w dłuższym okresie. W naszej ocenie obecne około 4% tempo wzrostu to efekt procyklicznej polityki gospodarczej (bardzo niskie stopy procentowe i rozluźnienie fiskalne) a także ożywienia w strefie euro. Innymi słowy Polska jest w fazie ekonomicznego boomu, który z czasem doprowadzi do dalszego wzrostu żądań płacowych oraz inflacji. Okresy boomu, a więc znacznego odchylenia wzrostu od potencjału, mają z definicji charakter przejściowy. W ciągu 1-2 lat wzrost może też wyraźnie wyhamować z obecnych poziomów i w trakcie całego cyklu wyniesie przeciętnie nie więcej niż 3%.

*Tabela 1. Prognozy rynkowe.*

| | €/zł | $/zł | £/zł | €/$ | NBP | EBC | WIBOR 3M | 10L Bund | 10L Treasuries |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| III KW 17 | 4,23 | 3,68 | 4,75 | 1,15 | 1,50 | 0,00 | 1,74 | 0,35 | 2,05 |
| III KW 18 | 4,13 | 3,79 | 4,69 | 1,09 | 2,00 | 0,00 | 2,45 | 0,60 | 2,73 |

*Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 19.07.2017.*

*Wykres 3. Wzrost PKB w II kw. wyniósł 3,9% r/r i zaskoczył w górę, a wzrost w III kw. może okazać się wyższy niż wcześniej zakładaliśmy*

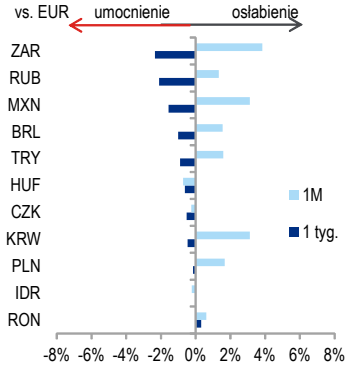



*Źródło: Bloomberg,GUS, Citi Handlowy*

**Piotr Kalisz, CFA**
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

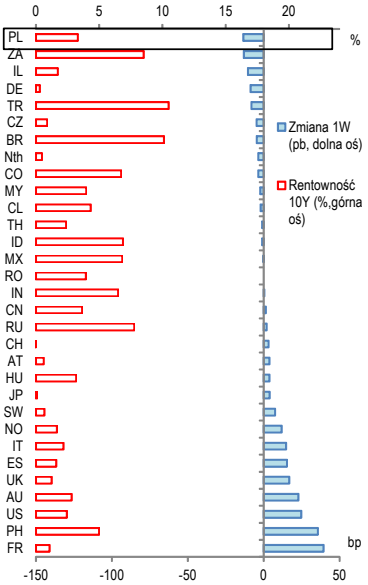
**Cezary Chrapek**
+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

**Wykres 1. Zmiany kursów walut**




Według stanu na dzień 18.8.2017 r.
Źródło: Reuters.

**Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich**



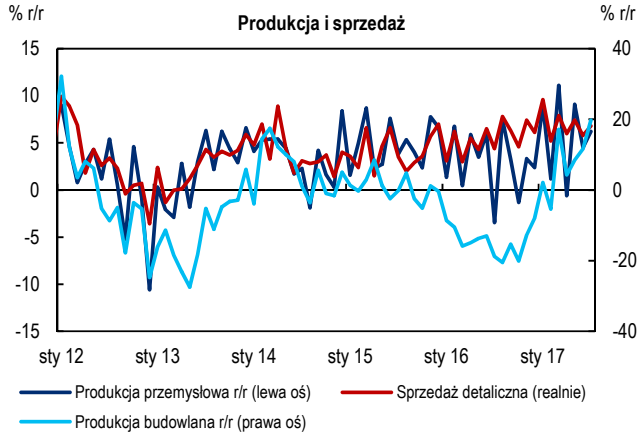

Według stanu na dzień 18.8.2017 r.
Źródło: Reuters.

**Spis treści** **Nr str.**

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

# Tydzień w wykresach

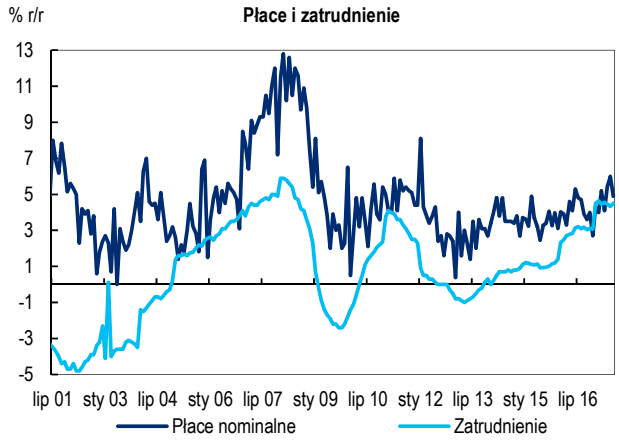
**Wykres 4. Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna rozczarowały, dużo mocniejsza produkcja budowlana**




- Produkcja przemysłowa przyspieszyła w lipcu do 6,2% r/r z 4,5% w czerwcu i 4,4% w II kwartale co było poniżej rynkowych oczekiwań (8%). Rozczarowała również sprzedaż detaliczna, która przyspieszyła do 6,8% z 5,8% w czerwcu wobec 7,9% w II kw., podczas gdy rynek oczekiwał 7,4%. Tymczasem wzrost produkcji budowlanej przyspieszył aż do 19,8% z 11,6% i 8,1% w II kw., powyżej rynku (13,7%).
- Mimo spowolnienia produkcji w lipcu wciąż sądzimy, że perspektywy na kolejne miesiące są pozytywne. Wsparciem dla popytu na polską produkcję i eksport będzie wciąż dobra koniunktura w strefie euro na co wskazują wysokie indeksy koniunktury i dobry subindeks zamówień eksportowych w PMI dla przemysłu. Jednocześnie dane z rynku pracy będą wspierać sprzedaż, ale z drugiej strony stopniowo z rocznych statystyk będzie wygasał efekt 500+.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

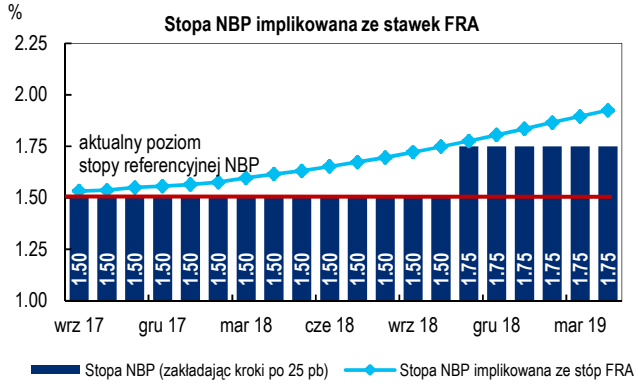
**Wykres 5. Słabsze płace, ale szybszy wzrost zatrudnienia**




- Wzrost płac spowolnił w lipcu do 4,9% z 6% wobec naszych i rynkowych oczekiwań na poziomie 5,3%. Z kolei wzrost zatrudnienia przyspieszył do 4,5% z 4,3%, co było powyżej zarówno oczekiwaniami rynku na poziomie 4,3% oraz naszej prognozy 4,4%. W rezultacie realny wzrost funduszu płac spowolnił do 7.8% r/r z 9%.
- Mimo spowolnienia dane potwierdzają dobrą sytuację na rynku pracy. W kolejnych miesiącach spodziewamy się szybszego wzrostu płac niż w lipcu i I połowie roku. Rynek pracy będzie wspierać konsumpcję prywatną w kolejnych kwartałach.
- Oczekujemy stabilizacji stopy bezrobocia w lipcu na poziomie 7,1%, zgodnie z wstępnym szacunkiem Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

**Wykres 6. Podtrzymujemy oczekiwania na podwyżki stóp w III kw. 2018 r.**




- Minutes RPP pozwolą rzucić więcej światła na dyskusje w Radzie, która może stawać się coraz ciekawsza na nadchodzących posiedzeniach biorąc pod uwagę coraz większą liczbę członków Rady, która wypowiada się w bardziej jastrzębi sposób. Już 5 spośród 10 członków RPP dopuszcza możliwość podwyżki stóp w 2018 r.
- Najnowsze dane za lipiec nie zmieniają naszych oczekiwań odnośnie polityki pieniężnej i wciąż uważamy, że Rada nie zmieni stóp przynajmniej do połowy 2018 r. Podtrzymujemy opinię, że mocny wzrost w najbliższych kwartałach i inflacja, która przekroczy cel inflacyjny w II połowie przyszłego roku doprowadzą do podwyżek stóp począwszy od III kw. 2018 r.

Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

# Kalendarz publikacji

| Godz. publikacji | Kraj | Informacja | jednostka | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **22 sie** | | **WTOREK** | | | | | |
| 11:00 | DE | Indeks ZEW | pkt | VIII | 14,0 | 15,0 | 17,5 |
| **23 sie** | | **ŚRODA** | | | | | |
| 09:30 | DE | PMI dla przemysłu | pkt | VIII | 57,5 | 57,8 | 58,1 |
| 09:30 | DE | PMI dla usług | pkt | VIII | 54,0 | 53,3 | 53,1 |
| 10:00 | EMU | PMI dla przemysłu | pkt | VIII | 56,2 | 56,3 | 56,6 |
| 10:00 | EMU | PMI dla usług | pkt | VIII | 55,1 | 55,4 | 55,4 |
| 15:45 | USA | PMI dla przemysłu | pkt | VIII | -- | 53,3 | 53,3 |
| 15:45 | USA | PMI dla usług | pkt | VIII | -- | 54,9 | 54,7 |
| 16:00 | USA | Sprzedaż nowych domów | tys. | VII | 607 | 602 | 610 |
| **24 sie** | | **CZWARTEK** | | | | | |
| **14:00** | **PL** | **Minutes RPP** | | | | | |
| 14:30 | USA | Liczba nowych bezrobotnych | tys. | VII | 235 | 239 | 232 |
| 16:00 | USA | Sprzedaż domów na rynku wtórnym | mln | VII | 5,54 | 5,56 | 5,52 |
| **25 sie** | | **PIĄTEK** | | | | | |
| 10:00 | DE | Indeks Ifo | pkt | VIII | 115,8 | -- | 116,0 |
| 14:30 | USA | Zamówienia na dobra trwałe | % m/m | VII | -6,4 | -5,7 | 6,4 |
| 16:00 | USA | Sympozjum w Jackson Hole - wystąpienie J. Yellen | | | | | |
| 21:00 | USA | Sympozjum w Jackson Hole - wystąpienie M. Draghiego | | | | | |

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

# Prognozy Makroekonomiczne

**Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej**

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017P | 2018P |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Najważniejsze wskaźniki** | | | | | | | | |
| Nominalny PKB (mld USD) | 529 | 501 | 524 | 546 | 477 | 469 | 520 | 548 |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1,567 | 1,629 | 1,657 | 1,720 | 1,799 | 1,851 | 1,962 | 2,075 |
| PKB per capita (USD) | 13,738 | 12,994 | 13,622 | 14,199 | 12,417 | 12,226 | 13,569 | 14,345 |
| Populacja (mln) | 38,5 | 38,5 | 38,5 | 38,5 | 38,5 | 38,4 | 38,3 | 38,2 |
| Stopa bezrobocia (%) | 12,5 | 13,4 | 13,4 | 11,5 | 9,8 | 8,3 | 6,8 | 6,4 |
| **Aktywność ekonomiczna** | | | | | | | | |
| Realny wzrost PKB (%, r/r) | 5,0 | 1,6 | 1,6 | 3,3 | 3,8 | 2,7 | 4,0 | 3,2 |
| Inwestycje (%, r/r) | 8,8 | -1,8 | -1,1 | 10,0 | 6,1 | -7,9 | 4,5 | 7,0 |
| Spożycie ogółem (%, r/r) | 2,0 | 0,5 | 0,8 | 2,8 | 2,8 | 3,6 | 3,9 | 2,9 |
| Konsumpcja indywidualna (%, r/r) | 3,3 | 0,8 | 0,3 | 2,6 | 3,0 | 3,8 | 4,5 | 3,0 |
| Eksport (%, r/r) | 7,9 | 4,6 | 6,1 | 6,4 | 7,7 | 9,0 | 6,2 | 5,1 |
| Import (%, r/r) | 5,8 | -0,3 | 1,7 | 10,0 | 6,6 | 8,9 | 7,5 | 6,3 |
| **Ceny, pieniądz i kredyt** | | | | | | | | |
| Inflacja CPI (%, r/r) | 4,6 | 2,4 | 0,7 | -1,0 | -0,5 | 0,8 | 1,4 | 2,9 |
| Inflacja CPI (% średnia) | 4,3 | 3,7 | 0,9 | 0,0 | -0,9 | -0,6 | 1,9 | 2,3 |
| Płace nominalne (%, r/r) | 4,9 | 3,5 | 2,6 | 3,8 | 3,5 | 4,1 | 5,5 | 6,5 |
| Kredyty dla sektora prywatnego (%, r/r) | 13,9 | 2,4 | 4,5 | 7,6 | 7,4 | 5,0 | 6,5 | 6,5 |
| Stopa referencyjna NBP (%, koniec okresu) | 4,50 | 4,25 | 2,50 | 2,00 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 2,25 |
| WIBOR3M, (%, koniec okresu) | 4,77 | 4,21 | 2,61 | 2,71 | 1,65 | 1,72 | 1,63 | 2,90 |
| Rentowność obligacji 10-letnich | 5,91 | 3,73 | 4,34 | 2,52 | 2,95 | 3,63 | 3,50 | 4,50 |
| USD/PLN (Koniec okresu) | 3,40 | 3,10 | 3,01 | 3,52 | 3,95 | 4,19 | 3,74 | 3,75 |
| USD/PLN (Średnia) | 2,96 | 3,25 | 3,16 | 3,15 | 3,77 | 3,94 | 3,78 | 3,78 |
| EUR/PLN (Koniec okresu) | 4,42 | 4,09 | 4,15 | 4,26 | 4,29 | 4,40 | 4,18 | 4,12 |
| EUR/PLN (Średnia) | 4,12 | 4,19 | 4,20 | 4,18 | 4,18 | 4,36 | 4,22 | 4,14 |
| **Bilans płatniczy (mld USD)** | | | | | | | | |
| Rachunek bieżący | -27,4 | -18,5 | -6,7 | -11,4 | -2,9 | -1,4 | -2,8 | -5,0 |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB) | -5,2 | -3,7 | -1,3 | -2,1 | -0,6 | -0,3 | -0,5 | -0,9 |
| Saldo handlu zagranicznego | -18,6 | -10,5 | -0,4 | -4,3 | 2,5 | 2,2 | 0,3 | -2,4 |
| Eksport | 184,4 | 181,4 | 198,1 | 210,7 | 191,1 | 195,7 | 198,1 | 205,7 |
| Import | 203,0 | 191,9 | 198,5 | 215,0 | 188,6 | 193,6 | 197,8 | 208,1 |
| Saldo usług | 7,2 | 7,7 | 10,1 | 12,1 | 12,1 | 15,2 | 15,8 | 16,7 |
| Saldo dochodów | -17,2 | -15,5 | -15,8 | -18,6 | -16,6 | -17,6 | -17,4 | -17,6 |
| Rezerwy międzynarodowe | 89,7 | 100,3 | 99,3 | 94,1 | 89,4 | 107,0 | 115,0 | 123,0 |
| **Finanse publiczne (% PKB)** | | | | | | | | |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95) | -4,8 | -3,7 | -4,1 | -3,4 | -2,6 | -2,4 | -2,5 | -3,1 |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicz. | -2,3 | -1,0 | -1,6 | -1,5 | -0,8 | -0,7 | -0,8 | -1,4 |
| Dług publiczny (Polska metodologia) | 52,0 | 51,6 | 53,3 | 48,1 | 49,0 | 52,1 | 50,8 | 50,3 |

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 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 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 oraz 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. 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. Jakiekolwiek 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 tożsamych bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuję w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzy rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakikolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzy rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedniości 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.*