

CitiWeekly

Recesja w euro potwierdzona

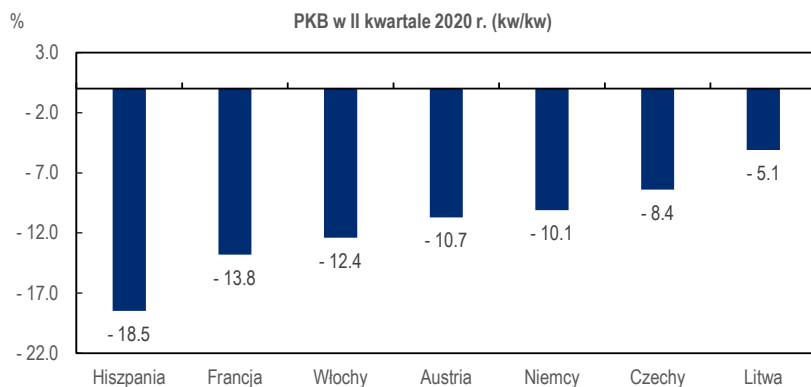
- Pierwsze szacunki PKB dla krajów UE dają przedsmak tego, czego można spodziewać się w Polsce. Według wstępnych danych gospodarka strefy euro „skurczyła się” w II kwartale o 12,1% kw/kw, co było wynikiem zbliżonym do oczekiwań. Biorąc pod uwagę słabe dane z I kwartału, łącznie spadek w całej pierwszej połowie roku wyniósł 15,3% i był głębszy niż 10,7% w Stanach Zjednoczonych.
- W nowych danych rzuca się w oczy duże zróżnicowanie wyników dla poszczególnych gospodarek europejskich. Spośród krajów, dla których Eurostat już opublikował swoje szacunki najgłębsze spadki odnotowane zostały w Hiszpanii (-18,5% kw/kw), co wydaje się zrozumiałe w obliczu znacznej skali pandemii oraz uzależnienia tej gospodarki od ruchu turystycznego, który praktycznie zamarł w II kwartale. Na tym tle zdecydowanie lepiej prezentowały się kraje szeroko rozumianego regionu Europy Środkowej (wykres 1). Pomijając nawet Litwę, która może nie być przypadkiem reprezentatywnym, pozostałe gospodarki regionu – Czechy, Austria oraz Niemcy – odnotowały spadki PKB w przedziale 8-11%. Wyniki te stanowią ważny punkt odniesienia dla Polski.
- Nie znamy jeszcze oficjalnych danych dla Polski (zostaną opublikowane 14.08), ale według naszych szacunków spadek PKB w II kwartale wyniósł około 9,2% kw/kw, co odpowiadałoby spadkowi w ujęciu rocznym o 8,2%. Niemniej biorąc pod uwagę wyniki czeskiej gospodarki nie można wykluczyć pozytywnych niespodzianek. Czynnikiem stabilizującym dynamikę PKB w kraju w porównaniu z gospodarkami południa Europy jest przede wszystkim mniejsze uzależnienie od sektora usług turystycznych oraz silniejsza integracja ekonomiczna z krajami, które same pozostawały w relatywnie dobrej kondycji (przede wszystkim z Niemcami).
- Kwestia tempa ożywienia w III kwartale pozostaje otwarta i z punktu widzenia rynków finansowych zdecydowanie istotniejsza niż wyniki gospodarcze z minionych kwartałów. Ponowne wzrosty liczby zachorowań na COVID-19 utwierdzają nas w przekonaniu, że dynamika odbicia gospodarczego wytraci w okresie letnim część swojego impetu, który był widoczny przede wszystkim w maju i czerwcu. Biorąc to pod uwagę III kwartał spodziewamy się spadku PKB o około 5% w porównaniu z analogicznym okresem 2019 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
III KW 20	4,47	3,89	4,97	1,15	0,10	-0,50	-0,40	0,89
III KW 21	4,39	3,72	4,99	1,18	0,10	-0,50	-0,20	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 8.07. pozostałe prognozy z 22.07.2020 r.

Wykres 1. Znaczący rozstrzał dynamiki PKB w II kwartale w krajach UE



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

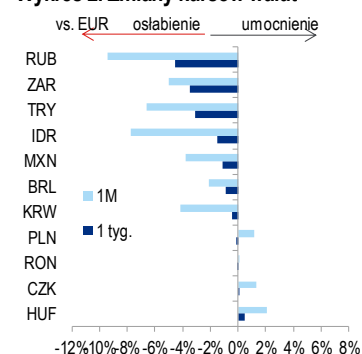
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

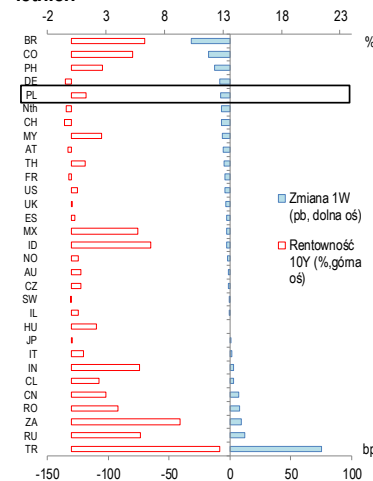
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 31.07.2020 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 31.07.2020 r.

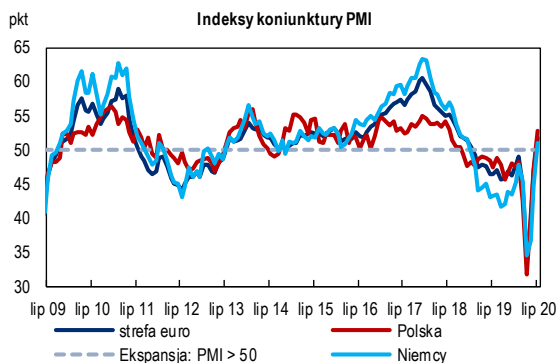
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

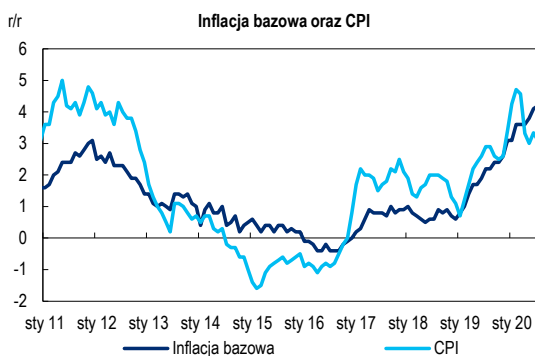
Wykres 4. Mocne odbicie PMI



- Indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w lipcu do 52,8 punktu z 47,2 w czerwcu. Wynik był lepszy od prognoz rynkowych (50 pkt.), jednak naszym zdaniem trudno traktować ten wskaźnik jako sygnał wnoszący coś nowego do naszej wiedzy o gospodarce.
- PMI jest skonstruowany w taki sposób, że poziomy powyżej 50 pkt. oznacza poprawę w przemyśle w porównaniu z poprzednim miesiącem. Dlatego sam fakt, że PMI przekroczył poziom 50 dopiero w lipcu, a nie w maju i czerwcu (gdy aktywność znacznie się poprawiała po zniesieniu restrykcji związanych z pandemią) jest dowodem na ograniczoną przydatność tego indeksu. Głównym zagrożeniem w najbliższych miesiącach jest możliwość znacznego wzrostu liczby zachorowań na COVID-19, a wskaźnik PMI w tym zakresie nie wnosi nic nowego.

Źródło: Markit, Reuters, Citi Handlowy

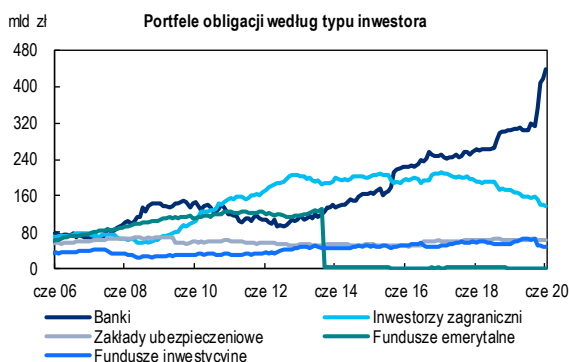
Wykres 5. Inflacja bazowa kontynuuje trend wzrostowy



- Lipcowa inflacja obniżyła się do 3,1% r/r z 3,3%, a wynik ten okazał się zgodny z oczekiwaniami rynkowymi. Częstkowe informacje o strukturze CPI wskazują na dalszy wzrost inflacji bazowej do około 4,2-4,3% r/r z 4,1% w czerwcu.
- Systematyczny wzrost inflacji bazowej, notowany pomimo głębokiego spadku popytu krajowego w II kwartale br., jest dla nas niewątpliwą niespodzianką. Choć *ex post* można go próbować wyjaśniać na wiele sposobów, sam fakt, że nie został on wcześniej przewidziany jest najlepszym dowodem wyjątkowości obecnej sytuacji. Intuicyjnie traktujemy ostatnie dane jako chwilowe odchylenie od przewidywanego trendu spadkowego CPI oraz inflacji bazowej. Niemniej naszym zdaniem przed wyciąganiem ostatecznych wniosków dane zasługują na dokładniejszą analizę (pełne rozbieżności CPI zostanie opublikowane przez GUS w połowie sierpnia).

Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy

Wykres 6. Dalszy spadek zaangażowania inwestorów zagranicznych



- W czerwcu inwestorzy zagraniczni ograniczyli zaangażowanie na rynku krajowych obligacji o 4,5 mld zł. Swoje portfele zmniejszyły instytucje reprezentujące niemal wszystkie rodzaje inwestorów oraz krajów z wyjątkiem Wlk. Brytanii i Japonii, sprzedając większość serii papierów skarbowych z wyjątkiem 4-5-letnich obligacji stałokuponowych. Trend ograniczania zaangażowania na krajowym rynku przez inwestorów zagranicznych trwa od 2017 r.
- Biorąc pod uwagę wysoką niepewność związaną z COVID-19 i obciążeniami fiskalnymi, jak również niskie poziomy rentowności sądzimy, że dotychczasowe trendy mogą być kontynuowane. Z drugiej strony spread polskich papierów wobec amerykańskich obligacji jest stosunkowo wysoki, a oczekiwane osłabianie się dolara mogłoby sprzyjać odbudowie zainteresowania inwestorów z USA. Spodziewanemu przez nas dalszemu wzrostowi roli krajowego sektora bankowego na krajowym rynku długu może towarzyszyć wolniejszy skup obligacji przez NBP.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
03 sie	PONIEDZIAŁEK						
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	VII	--	50,5	47,0
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	VII	50,2	49,6	47,2
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	VII	--	49,8	44,9
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	VII	--	50,0	45,2
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	VII	51,1	51,1	47,4
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	VII	--	51,3	49,8
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VII	52,4	53,5	52,6
04 sie	WTOREK						
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	%	VI	--	5,0	8,0
05 sie	ŚRODA						
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	VII	--	56,7	47,3
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	VII	55,1	55,1	47,3
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	4,0	6,3	17,8
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	VII	--	1200	2369
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	VI	-49,8	-50	-54,6
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	VII	--	49,6	47,9
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VII	53,9	55	57,1
06 sie	CZWARTEK						
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	%	VI	9,7	9,7	10,4
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	--	-10,7	-29,4
12:00	PL	Przetarg zamiany obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	1350	1415	1434
14:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tys.	tyg.	16300	16940	17018
07 sie	PIĄTEK						
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	10,3	8,1	7,8
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VII	10,1	10,5	11,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VII	3000	1578	4800
16:00	USA	Wynagrodzenia godzinowe	% r/r	VI	4,2	4,2	5,0

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	586	590	569	648
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.265	2.249	2.418
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.262	15.354	14.854	16.908
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	9,0	8,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-4,0	4,7
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-13,1	16,1
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-2,1	4,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-3,2	6,1
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-7,9	5,3
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-9,1	6,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,7	2,1
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	2,0
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	3,0	3,6
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,58	7,44	4,91	3,53	7,35	7,00	6,50	6,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,26	0,26
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,03	1,50	1,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,80	3,83	3,68
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,84	3,95	3,75
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,26	4,44	4,38
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,44	4,41
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-6,0	2,5	17,0	16,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	0,4	3,0	2,6
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	2,7	7,4	4,8
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	257,8	225,9	249,5
Import	215,0	188,6	193,1	226,6	260,1	255,1	218,5	244,7
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	28,2	24,7	29,7
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-26,4	-12,5	-15,0
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	115,8	117,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,6	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-8,3	-7,6
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-7,2	-6,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	43,8	54,3	57,0

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, CFA

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, 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 tożsamy 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 odpowiedności 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.