

CitiWeekly

Słabszy początek III kwartału

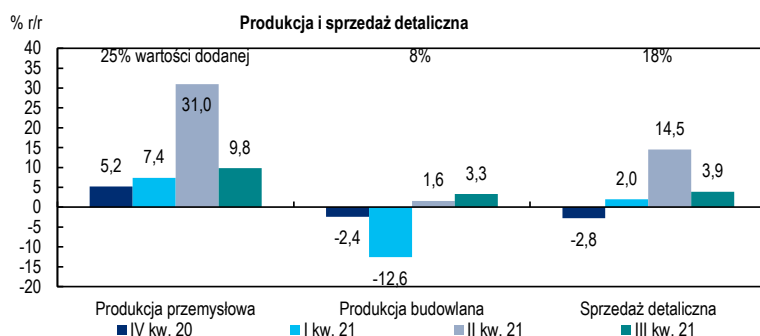
- Początek III kwartału przyniósł zestaw nieco słabszych od oczekiwań danych o aktywności gospodarczej. Poniżej konsensusu były lipcowe odczyty zarówno produkcji jak i sprzedaży detalicznej. Produkcja przemysłowa spowolniła do 9,8% z 18,1%, a częściowo wynikało to z efektów coraz wyższej bazy w 2020 r. oraz mniejszej liczby dni roboczych. Najlepiej zachowywały się wciąż te same kategorie co w ostatnich miesiącach z ekspozycją na eksport. Z kolei najslabiej wypadła produkcja aut, na którą negatywny wpływ mogą mieć niedobory komponentów. Problemy z podażą mogły przyczynić się do wysokiego wzrostu cen producentów w lipcu (8,2% r/r). Po korekcie o czynniki sezonowe produkcja wciąż rosła o 0,7% m/m, czyli szybciej niż przedpandemiczny trend. Produkcja budowlana spowolniła do 3,3%, głównie za sprawą pogorszenia dynamiki w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej. Z kolei w przypadku sprzedaży detalicznej spowolnienie wzrostu do 3,9% r/r z 8,6% wynikało ze słabszego wyniku w większości kategorii poza żywnością.
- Dane z rynku pracy pokazują słabnący efekt otwarcia gospodarki. Zatrudnienie niemal się nie zmieniło w lipcu w porównaniu do czerwca po dwóch miesiącach sporych wzrostów, a efekt przywracania wymiaru etatów do stanu sprzed pandemii był nieistotny w porównaniu do poprzednich miesięcy. Ponadto płace spowolniły do 8,7% z 9,8%. W tym tygodniu opublikowane zostaną dane o stopie bezrobocia, w przypadku której spodziewamy się niewielkiego spadku (do 5,8%). Sądzymy, że przyszłe miesiące powinny przynieść stabilizację dynamiki płac oraz dalsze wyhamowanie wzrostu zatrudnienia.
- Aktywność jest wciąż wysoka, ale biorąc pod uwagę dane za lipiec i rosnące ryzyko kolejnej fali epidemicznej widzimy ryzyko w dół dla naszej prognozy PKB. Dane za lipiec potwierdziły wpływ efektów bazy na niższą dynamikę wzrostów produkcji i sprzedaży, co powinno przełożyć się na wyhamowanie wzrostu PKB do ok. 5,3% z 10,9%. Produkcja przemysłowa będzie wciąż wspierana przez popyt krajowy i zagraniczny przy słabym złotym, choć jej dynamika może być przejściowo ograniczana przez problemy z podażą. Produkcji budowlanej powinny się poprawiać wraz z ożywieniem produkcji budynków, ale ewentualne opóźnienia realizacji programu odbudowy (KPO) mogą spowalniać inwestycje. Z kolei dane o sprzedaży detalicznej będą wciąż wspierane przez korzystną sytuację na rynku pracy i odłożone oszczędności, ale mogą być ograniczane przez przepływ popytu w kierunku usług. To jednak powinno utrzymywać korzystne perspektywy dla konsumpcji prywatnej. Niemniej jednak globalne obawy o wpływ wariantu delta na ożywienie mogą nie ominąć Polski.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
III KW 21	4,54	3,85	5,40	1,18	0,10	-0,50	-0,15	1,91
III KW 22	4,44	3,83	5,48	1,16	0,75	-0,50	0,0	2,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 14.07. Pozostałe prognozy z 22.07.2021 r

Wykres 1. Pierwsze dane za III kw. potwierdzają spowolnienie wzrostu



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

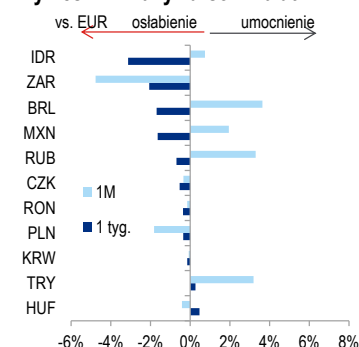
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

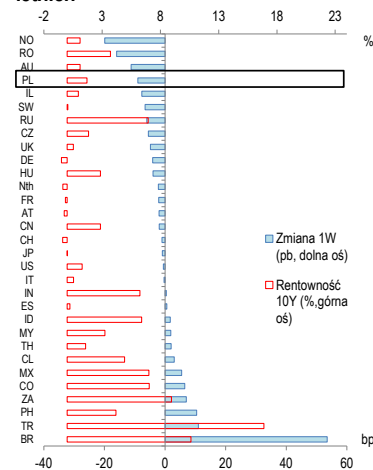
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 20.08.2021 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 20.08.2021 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

Tydzień w wykresach

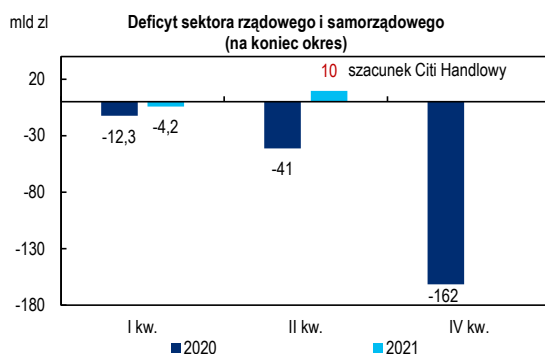
Wykres 4. Kolejne podwyżki stóp w regionie, RPP czeka



- W tym tygodniu na kolejną podwyżkę stóp o 30 pb prawdopodobnie zdecyduje się węgierski bank centralny.
- Z kolei RPP jak zwykle w sierpniu spotka się na niedecyzyjnym posiedzeniu. Ważniejsza dla rynku będzie czwartkowa publikacja zapisu z lipcowego posiedzenia Rady. Niemniej zapis ten powinien jedynie potwierdzić łagodny ton lipcowego komunikatu.
- NBP kontynuuje skup aktywów, a w ubiegłym tygodniu odkupił obligacje o wartości zaledwie 1,05 mld zł przy popycie 2,15 mld zł.
- Rynek FRA wycenia podwyżkę stopy referencyjnej o 15 pb. w listopadzie oraz w okolicach 0,50% na początku 2022 r. Oczekujemy, że RPP zasignalizuje wyjście ze skupu obligacji najwcześniej w listopadzie, a na podwyżki zdecyduje się w pierwszym półroczu 2022 r.

Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

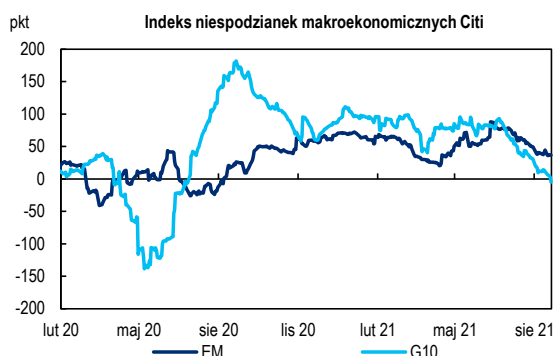
Wykres 5. Niższy deficyt fiskalny coraz bardziej prawdopodobny



- Według sygnalizacji resortu finansów nadwyżka budżetu po lipcu wyniosła ponad 30 mld zł, a premier M. Morawiecki zapowiedział że deficyt budżetowy na koniec roku będzie „dużo niższy” niż zaplanowano w ustawie budżetowej (82,3 mld zł). Taka sytuacja jest zgodna z naszym szacunkiem który zakłada deficyt na poziomie ok. 20-25 mld zł.
- Biorąc pod uwagę wyniki budżetu i wysoka poduszkę płynnościową (ok. 157 mld zł) MF odwołał jeden przetarg w sierpniu i zorganizował przetarg zamiany. Ministerstwo sprzedało na nim obligacje za 4,5 mld zł. Naszym zdaniem resort finansów mógł już zakończyć finansowanie tegorocznych potrzeb.
- Lepszy wynik budżetu centralnego i jednostek samorządu terytorialnego (22 mld zł nadwyżki po I półroczu 2021 r.) oraz dobry wynik FUS po I kw. (+ 9 mld zł) i przyspieszona dotacja do FUS w grudniu 2020 r. dają szansę na lepszy wynik sektora rządowego i samorządowego w tym roku niż obecnie zakładamy.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 5. „Tapering” coraz bliżej



- Zapis z lipcowego posiedzenia komitetu FOMC (tzw. minutes) pokazał że większość jego członków jest gotowa do zmniejszenia tempa skupu aktywów, choć są oni podzieleni co do terminu rozpoczęcia redukcji.
- Perspektywa ograniczenia QE przyczyniła się do wzrostu rentowności i umocnienia dolara, ale także do spadków notowań ropy oraz indeksów giełdowych. Jednak głównym czynnikiem, który doprowadził do pogorszenia nastrojów były obawy o wzrost gospodarczy i wariant Delta, a dokładna data „taperingu” może być mniej istotna dla rynków.
- Więcej szczegółów na temat polityki pieniężnej poznamy na sympozjum Jackson Hole, które jest najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia, a centralnym jego punktem będzie piątkowe wystąpienie J. Powella.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
23 Aug PONIEDZIAŁEK							
10:00	EUR	Wstępny PMI dla usług	pkt.	VIII	62,5	59,5	59,8
10:00	EUR	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt.	VIII	57,9	62	62,8
15:45	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt.	VIII	--	63,1	63,4
15:45	USA	Wstępny PMI dla usług	pkt.	VIII	--	59,4	59,9
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VII	5,7	5,83	5,86
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt.	VIII	-5,0	-4,9	-4,4
24 Aug WTOREK							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	VII	5,8	5,8	5,9
14:00	HU	Decyzja MNB w sprawie stóp proc.	%	VIII	1,50	1,50	1,20
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	VII	700	700	676
25 Aug ŚRODA							
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	VII	1,1	-0,1	0,9
26 Aug CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	330	350	348
14:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tys.	tyg.	2750	2785	2820
27 Aug PIĄTEK							
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	VII	0,1	0,4	0,5
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	VII	0,5	0,4	0,5
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	VII	0,8	0,1	0,1
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt.	VIII	--	70,9	84,5
16:00	USA	Symposium w Jackson Hole – wystąpienie J. Powella					

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

Tabela 2. Prognozy rentowności obligacji skarbowych (na koniec okresu)

	wrz 21	gru 21	mar 22	cze 22	wrz 22	gru 22	mar 23	cze 23	wrz 23	gru 23
2L	0,55	0,70	1,00	1,15	1,30	1,45	1,60	1,75	1,85	2,10
3L	0,85	1,00	1,30	1,45	1,60	1,75	1,85	1,95	2,00	2,20
5L	1,40	1,60	1,80	1,90	2,05	2,20	2,35	2,50	2,60	2,60
10L	1,80	2,00	2,20	2,40	2,55	2,70	2,80	2,90	3,00	3,10

Źródło: Reuters, prognoza Citi Handlowy

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	597	668	717
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1990	2122	2293	2324	2506	2734
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13737	15313	15540	15582	17455	18768
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	5,7	5,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-2,7	5,3	5,7
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	9,9	7,4
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,6	4,6	5,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	5,5	6,1
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-0,2	15,0	10,7
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,9	16,5	11,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	5,3	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,3	3,7
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,7	8,0	8,6
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	5,3	5,0	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	1,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,21	1,49
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	2,25	2,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,77	3,87	3,83
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,80	3,86
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,57	4,40
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,54	4,49
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	21,0	18,1	9,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,7	1,3
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	13,1	10,7	8,9
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	259,0	313,1	353,1
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	246,0	302,4	344,2
Saldo usług	12,1	15,4	20,2	25,9	26,5	26,7	29,9	32,9
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-17,7	-20,9	-29,4
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	134,5	149,5	161,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,0	-5,5	-4,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,6	-4,1	-2,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,3	46,4	43,2	48,0	47,5	46,9

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 pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, 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. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „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. Niniejszy materiał 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. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. 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. 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. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne 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 prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. 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 pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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 nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.

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.