

CitiWeekly

Zrównoważony mocny wzrost

- W tym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej prawdopodobnie pozostawi stopy procentowe bez zmian. Przy tej okazji nie spodziewamy się również większych modyfikacji w oficjalnym komunikacie banku centralnego.
- Pierwszej podwyżki stóp procentowych w Polsce oczekujemy dopiero w III kwartale 2016 r., a za takim scenariuszem przemawia powoli rosnąca inflacja i coraz silniejszy wzrost PKB.
- Bez większych zmian powinno zakończyć się również czerwcowe posiedzenie EBC. Stopy procentowe prawdopodobnie zostaną utrzymane na dotychczasowym poziomie, a EBC najprawdopodobniej potwierdzi również zapowiedź szybszego skupu obligacji w najbliższych tygodniach.
- W centrum uwagi pozostanie Grecja w związku z tym, że na 5 czerwca przypada termin spłaty ok. 1,5 mld \$ kredytu dla MFW. Brak spłaty w terminie oznaczałby niewypłacalność Grecji.
- Najnowsze dane pokazują, że gospodarka rozwijała się w I kwartale nieco szybciej niż sugerowały wstępne szacunki. Było to możliwe dzięki ożywieniu konsumpcji prywatnej, zaskakująco silnym inwestycjom oraz poprawie w handlu zagranicznym. Naszym zdaniem taka pozytywna tendencja utrzyma się, a w całym roku wzrost PKB osiągnie 3,9% r/r.
- Wskaźnik PMI w przetwórstwie przemysłowym spadł do 52,4 punktu i był niższy od naszych oraz rynkowych prognoz. Wolniejszy wzrost odnotowano zarówno w przypadku produkcji, jak i krajowych oraz zagranicznych zamówień.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

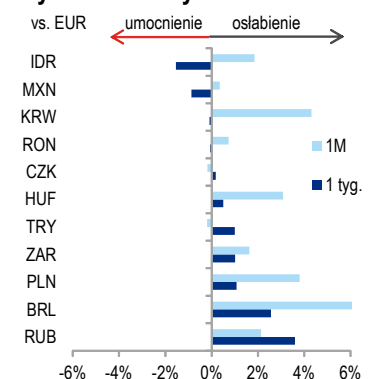
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



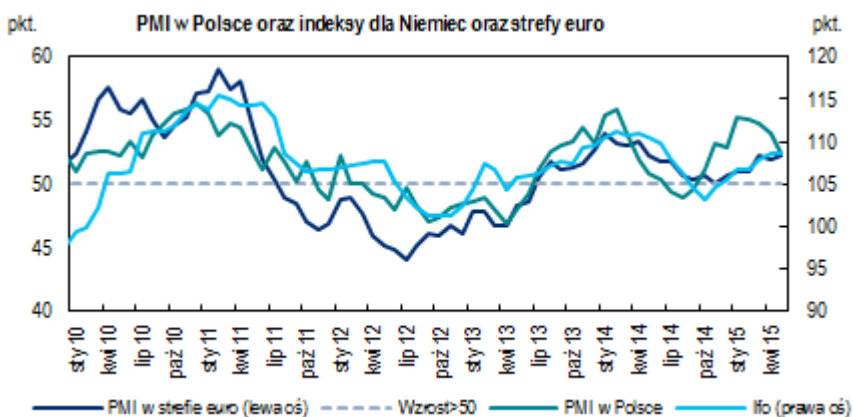
Według stanu na dzień 29.05.2015 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 15	4,12	3,78	5,89	1,09	1,50	0,05	1,71	0,20	2,30
III KW 16	4,07	3,98	5,91	1,03	1,75	0,05	2,13	0,60	2,60

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 20.5.2015 r.

Wykres 2. Indeks PMI ponownie obniżył się w ślad za indeksem w Niemczech



Źródło: GUS, 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
1 cze PONIEDZIAŁEK							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	V	53.2	-	54.0
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	V	-	-	51.4
10:00	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	V	-	-	52.3
14:30	USA	Wydatki osobiste	pkt	IV	-	-	0.4
14:30	USA	Dochody osobiste	pkt	IV	-	-	0.0
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	IV	-	-	51.5
2 cze WTOREK							
11:00	EMU	CPI	% r/r	V			0.0
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	IV			2.1
3 cze ŚRODA							
		Spotkanie OPEC					
	PL	Decyzja RPP	%	VI	1.50	1.50	1.50
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	V	-	-	52.9
10:00	EMU	PMI dla usług	pkt	V	-	-	53.3
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IV	-	-	1.6
13:45	EMU	Decyzja EBC	%	VI	0.05	0.05	0.05
14:15	USA	Zatrudnienie wg ADP	tys.	V	-	-	169.0
16:00	USA	ISM dla usług	tys.	V	-	-	56.4
20:00	USA	Beżowa Księga					
4 cze CZWARTEK							
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii	%	V	-	-	0.5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	-	-	282
14:30	USA	Wydajność pracy	%	I kw.	-	-	-2
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy	%	I kw.	-	-	5.0
5 cze PIĄTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% r/r	IV	-	-	1.9

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

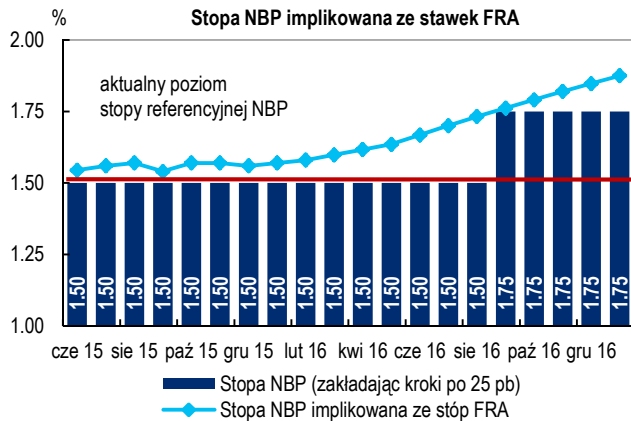
Zapowiedzi tygodnia

Stopy zmieni dopiero nowa RPP

Naszym zdaniem na czerwcowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Oficjalny komunikat nie powinien się istotnie różnić od publikowanego w maju, szczególnie w obliczu perspektyw stopniowego wzrostu inflacji i ożywienia gospodarczego. Nadal oczekujemy, że w najbliższych miesiącach RPP pozostanie przy swojej polityce wyczekiwania na dalszy rozwój sytuacji

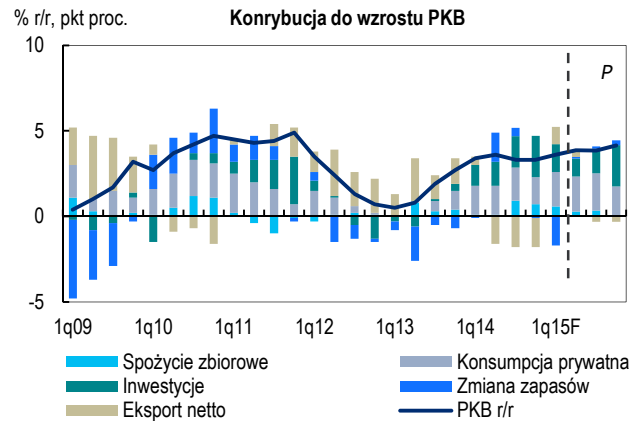
gospodarczej, ale jeśli będzie zmieniać ton wypowiedzi, to na bardziej jastrzębi, szczególnie biorąc pod uwagę stosunkowo mocny wzrost PKB, wyższą inflację i rosnące szanse łagodzenia polityki fiskalnej.

Wykres 3. Oczekujemy dwóch podwyżek stóp w drugiej połowie 2016 r., a więc nieco więcej niż zakłada rynek



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 4. Wzrost PKB napędza konsumpcja, inwestycje i eksport netto



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

EBC nie zaskoczy

Nie oczekujemy istotnych zmian w polityce pieniężnej EBC. Umacniające się euro oraz rosnące ceny ropy najprawdopodobniej sprawią, że prognozy PKB przygotowane przez zespół analityków EBC nie ulegną większej zmianie (1,5% na 2015 r., 1,9% na 2016 r. i 2,1% na 2017 r.). Jeśli chodzi o inflację to analitycy Citi szacują, że prognoza EBC na 2015 r. zostanie zrewidowana w górę o 0,2 pkt proc. do 0,2%, podczas gdy prognoza na 2016 r. i 2017 r. o 0,1 pkt proc. do 1,6% oraz 1,9%. EBC najprawdopodobniej potwierdzi również przyspieszenie programu skupu obligacji w odpowiedzi na zmieniające się warunki płynnościowe. W przypadku narastania napięć na rynkach finansowych EBC najprawdopodobniej utrzyma bardzo łagodną politykę pieniężną.

Miniony tydzień

Mocny i zbilansowany wzrost będzie kontynuowany

Wzrost gospodarczy za I kw. został zrewidowany w górę do 3,6% r/r (z 3,5% wg wstępnego odczytu) a struktura okazała się bardziej zrównoważona niż w poprzednich kwartałach. Wzrost konsumpcji prywatnej przyspieszył do 3,1% r/r z 3% w IV kw., co było bliskie oczekiwań rynkowych i naszej prognozy. Jednocześnie wzrost nakładów na środki trwałe przyspieszył do 11,4% r/r, choć wpływ tego czynnika został zniwelowany przez negatywny wpływ zapasów (odejmujący od wzrostu 1,5pp). Eksport netto dodał do wzrostu PKB 1,1 pkt proc. (wobec -1,5 pkt w IV kw. 2014 r.), co wynikało zarówno z mocnego wzrostu eksportu, ale także słabego importu. Tak jak wcześniej sygnalizowaliśmy eksport jest wspierany przez dobre wyniki gospodarcze krajów strefy euro, podczas gdy import ograniczają niższe ceny ropy.

Naszym zdaniem te pozytywne trendy utrzymają się także w kolejnych kwartałach, przekładając się na wzrost PKB w całym roku na poziomie 3,9%. Konsumpcja prywatna będzie wspierana przez dalszą poprawę

sytuacji na rynku pracy oraz stosunkowo stabilny wzrost kredytów konsumpcyjnych. Jednocześnie wzrost inwestycji będzie wspierany przez umiarkowanie wysoki wzrost kredytów inwestycyjnych, wysoki poziom wykorzystania mocy wytwórczych i zwiększony napływ środków UE wraz z kończącą się starą perspektywą 2013-2020 oraz rosnącymi środkami w ramach nowej perspektywy 2014-2020. Tym samym, pomimo obniżki prognoz niemieckiego PKB dla Niemiec, nie zmieniamy naszych oczekiwań odnośnie wzrostu PKB w Polsce. Wciąż oczekujemy, że gospodarka w bieżącym roku wzrośnie o 3,9% wobec 3,4% w 2014 r.

PMI

Indeks PMI w dół. Wskaźnik PMI, który jest miarą kondycji przedsiębiorstw sektora przetwórczego, obniżył się w maju do 52,4 punktu. Wartości indeksu powyżej poziomu 50 punktów oznaczają wzrost w przetwórstwie przemysłowym. Odnotowano dalszy, choć wolniejszy, wzrost produkcji, nowych zamówień krajowych oraz zagranicznych, a także dalszy wzrost zatrudnienia. Podobny spadek indeksu PMI odnotowano w Niemczech, podczas gdy inne duże kraje strefy euro (Francja, Hiszpania oraz Włochy) odnotowały poprawę.

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	3.91
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.78	4.01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.14	4.04
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.11	4.09
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.