

CitiWeekly

Grecja ponownie w centrum uwagi

- Rozpoczynający się tydzień będzie mijał pod znakiem negocjacji greckiego rządu z wierzycielami. Jeżeli chodzi o wydarzenia krajowe, kalendarz jest zaskakująco pusty – istotne publikacje zaplanowane są dopiero na przyszły tydzień.
- Ubiegłotygodniowa decyzja RPP o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian była zgodna z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. Na razie nie widać czynników, które mogłyby skłonić Radę do zmian stóp procentowych w tym roku.
- Podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający, że w 2016 roku stopy procentowe wzrosną w Polsce o około 50 pb., a do pierwszej podwyżki dojdzie w III kwartale. Oznacza to, że na koniec przyszłego roku stopa referencyjna mogłaby wynieść lub nawet przekroczyć 2%.
- W strefie euro stopy procentowe pozostały bez zmian, a EBC zasigalizował, że program zakupu aktywów będzie kontynuowany przynajmniej do września 2016 roku.
- Opublikowana nowa projekcja EBC pokazuje praktycznie niezmienną ścieżkę PKB. Z kolei projekcja inflacji została podniesiona do 0,3% w 2015 roku, ale nie zmieniła się w kolejnych latach (1,5-1,8%).
- Według najnowszych sondaży (Alco) 47% Greków chce porozumienia z wierzycielami nawet za cenę kompromisu, podczas gdy 75% ankietowanych jest za pozostaniem przez Grecję w strefie euro.
- Najnowsze dane z amerykańskiego rynku pracy zaskoczyły pozytywnie – w maju stworzono 280 tys. nowych miejsc pracy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

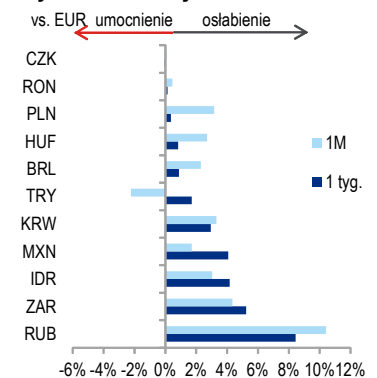
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 5.06.2015 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 15	4,12	3,85	5,88	1,07	1,50	0,05	1,71	0,20	2,30
III KW 16	4,08	3,99	5,92	1,02	1,75	0,05	2,13	0,60	2,60

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dn. 5.06.2015 r., pozostałe z dn. 20.5.2015 r.

Wykres 2. Sytuacja na amerykańskim rynku pracy lepsza niż oczekiwano



Źródło: Bloomberg

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Miniony tydzień	2
- Tabela z prognozami	4

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
8 cze PONIEDZIAŁEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa (odsez.)	% r/r	IV	-1,0	0,9	0,1
10:30	EC	Indeks nastrojów Sentix	Pkt.	VI	--	18,7	19,6
9 cze WTOREK							
11:00	EC	PKB (odsez.)	% kw/kw	I kw.	-0,4	0,4	0,4
11:00	EC	PKB	% r/r	I kw.	1,4	1,0	1,0
16:00	US	Zapasy hurtowe	% m/m	IV	--	0,2	0,1
11 cze CZWARTEK							
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	--	1,1	0,0
14:30	US	Sprzedaż detal. (bez samochodów)	% m/m	V	--	0,7	0,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	277K	276K
16:00	US	Zapasy w przedsiębiorstwach	pkt.	IV	--	0,2	0,1
12 cze PIĄTEK							
11:00	EC	Produkcja przemysłowa (odsez.)	% m/m	IV	-0,3	0,4	-0,3
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	V	--	7,5	7,2
16:00	US	Indeks Uniw. Michigan	pkt.	VI	--	91,2	90,7

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

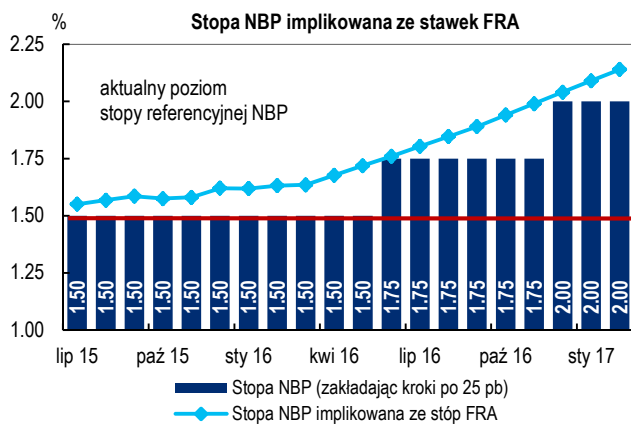
Miniony tydzień

Stopy na dłużej bez zmian

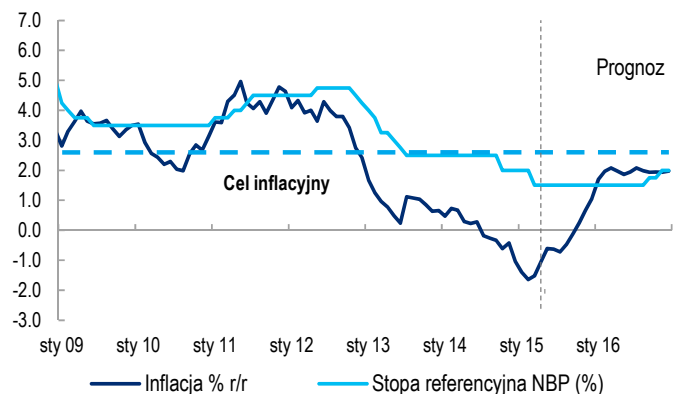
Na czerwcowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna: 1,50%). Decyzja nie była zaskoczeniem ani dla nas ani dla „rynku”. RPP nie wprowadziła żadnych istotnych zmian do oficjalnego komunikatu i po raz kolejny zasygnalizowała, że wzrost gospodarczy powinien ostatecznie pomóc popchnąć inflację w pobliże celu inflacyjnego. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes NBP stwierdził, że stopy procentowe pozostaną bez zmian również w najbliższych miesiącach, chyba że wydarzy się coś wyjątkowego, uzasadniającego szybsze działanie.

Oczekujemy, że kolejną zmianą stóp procentowych będzie podwyżka, ale dojdzie do niej dopiero w trzecim kwartale przyszłego roku. Stopniowe podwyżki w 2016 roku byłyby odpowiedzią na powolny wzrost inflacji, który może przyczynić się do spadku realnych (tj. skorygowanych o inflację) stóp procentowych poniżej zera. Przy szybkim wzroście gospodarczym RPP prawdopodobnie będzie chciała utrzymać dodatnie stopy realne i dlatego spodziewamy się reakcji w postaci powolnych podwyżek stóp nominalnych. W porównaniu z naszym scenariuszem notowania rynku FRA sugerują, że podwyżki mogą zacząć się nieco wcześniej, ale będą następowały wolniej niż zakładamy (wykres 3).

Wykres 3. Oczekujemy dwóch podwyżek stóp w drugiej połowie 2016 r., Wykres 4. Inflacja w końcu w trendzie wzrostowym podobnie jak wycenia rynek FRA



Źródło: Reuters, NBP, szacunki Citi Handlowy.



Źródło: GUS, NBP, szacunki Citi Handlowy.

Bez niespodzianek w strefie euro

Tak jak się spodziewaliśmy, Europejski Bank Centralny (EBC) postanowił pozostawić stopy procentowe bez zmian. Rada EBC podkreśliła, że zamierza ignorować przejściowe wahania inflacji, co utwierdza nas w przekonaniu, że proces zakupu aktywów (QE) będzie kontynuowany przynajmniej do września 2016 roku. Opublikowana nowa projekcja EBC pokazuje praktycznie niezmienną ścieżkę PKB. Z kolei projekcja inflacji w 2015 r. została podniesiona do 0,3% w 2015 roku, ale nie zmieniła się w kolejnych latach (1,5-1,8%).

Prezes EBC Mario Draghi uznał podwyższoną zmienność na rynkach finansowych za naturalne zjawisko. Zapowiedział on również, że EBC jest gotowy bardziej rozluźnić politykę pieniężną, o ile taka konieczność zaistnieje. Jego zdaniem polityka makro-ostrożnościowa powinna sobie poradzić z ewentualnymi zagrożeniami dla stabilności finansowej, choć jego zdaniem nie widać istotnych dowodów na istnienie bańki na rynku kredytowym lub rynku nieruchomości.

Negocjacje w sprawie pomocy dla Grecji wciąż trwają

Grecja postanowiła sięgnąć po rzadko wykorzystywaną możliwość i poprosiła MFW o zgodę na odłożenie płatności związanej z obsługą długu do końca czerwca. Dzięki temu Grecja oraz instytucje ją finansujące mają nieco więcej czasu na porozumienie (pierwotnie płatność miała nastąpić 5 czerwca). Jednocześnie wypowiedzi ze strony greckich polityków są utrzymane w bardzo kategorycznym tonie i odrzucają możliwość porozumienia na warunkach przedstawionych przez wierzycieli. Niemniej według ekonomistów Citi zajmujących się Grecją, tego typu komentarze mogą stanowić część strategii negocjacyjnej mającej na celu uzyskanie większych ustępstw. Biorąc to pod uwagę porozumienie Grecja-Troika wciąż wydaje się możliwe w najbliższych dniach. Przemawia za tym choćby fakt, że według najnowszych sondaży (Alco) 47% Greków chce porozumienia z wierzycielami nawet za cenę kompromisu, podczas gdy 75% ankietowanych jest za pozostaniem przez Grecję w strefie euro.

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	3.92
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.78	4.02
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.14	4.05
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.11	4.10
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.