

CitiWeekly

Grecja ponownie w centrum uwagi

- W tym tygodniu uwaga inwestorów będzie koncentrować się przede wszystkim na czynnikach zewnętrznych. Prowadzone w niedzielę rozmowy między greckim rządem a Troiką zostały przerwane, co wzmaga obawy przed możliwym ogłoszeniem niewypłacalności Grecji. Nasz podstawowy scenariusz zakłada zawarcie porozumienia, jednak niepewność co do ostatecznego wyniku bardzo wzrosła.
- W środę swoją decyzję ogłosi amerykański bank centralny (Fed). Nie spodziewamy się zmian stóp procentowych ale istotny będzie wydźwięk oficjalnego komunikatu. Po ostatnich bardzo dobrych danych z rynku pracy w Stanach wzrosły oczekiwania, że Fed może chcieć zacząć cykl podwyżek stóp procentowych już we wrześniu lub październiku.
- Najbliższe dni przyniosą również serię istotnych publikacji danych z kraju. W poniedziałek uwaga będzie koncentrować się na wskaźniku inflacji. Spodziewamy się w tym przypadku większego wzrostu (do -0,6% r/r) niż zakładają oczekiwania rynkowe.
- Nadwyżka w rachunku obrotów bieżących w kwietniu prawdopodobnie wyraźnie spadła, do około 0,9 mld euro. Nasza prognoza jest niższa od konsensusu rynkowego, ponieważ uwzględnia piątkowe dane o handlu zagranicznym. Zgodnie z tymi danymi dynamika importu utrzymała się na wysokim poziomie, prowadząc do pogorszenia salda handlowego.
- W przypadku produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej jesteśmy bardziej pesymistycznie nastawieni niż średnia z oczekiwań ekonomistów.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

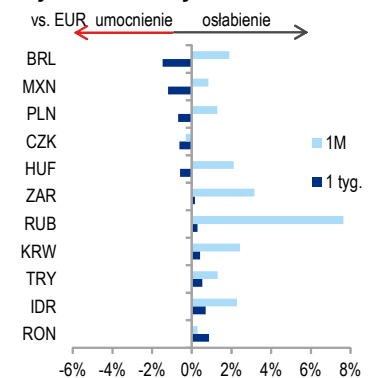
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



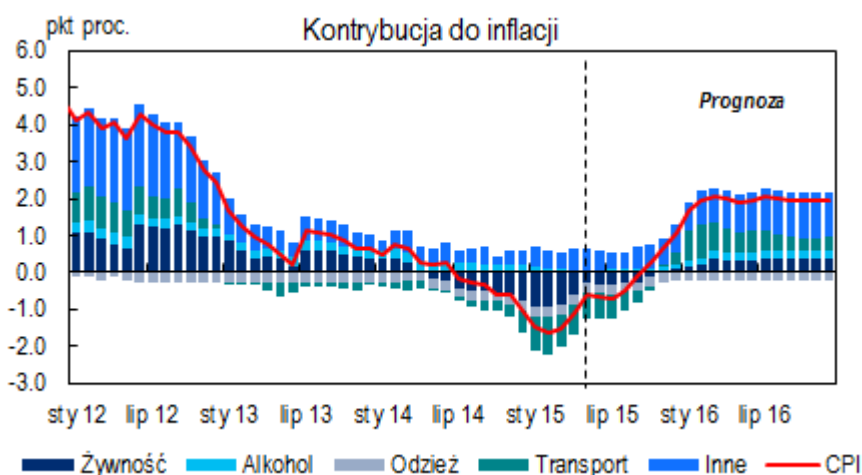
Według stanu na dzień 12.06.2015 r.
Źródło: Reuters.

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. Oczekujemy większego niż zakłada rynek wzrostu inflacji w maju do -0,6% r/r.



Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	3
- Miniony tydzień	5
- Tabela z prognozami	6

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
15 cze PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	CPI	% r/r	V	-0.6	-0.7	-1.0
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	mIn EUR	IV		1209	1938
14:00	PL	Eksport	mIn EUR	IV	14517	14625	15322
14:00	PL	Import	mIn EUR	IV	14229	13978	14648
14:30	USA	Empire State	pkt	VI	-	5.2	3.1
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	-	0.2	-0.3
16 cze WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VI	-	37.8	41.9
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	V	0.5	0.5	-
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów	tys.	IV	-	1.10	1.35
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	IV	-	1.09	1.14
17 cze WTOREK							
11:00	EA	HICP	% r/r	V	-	0.3	0.3
14:00	PL	Place	% r/r	V	3.8	3.7	3.7
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	V	1.1	1.1	1.1
20:00	USA	Decyzja Fed	%	VI	-	0.25	0.25
18 cze CZWARTEK							
	EA	Spotkanie Eurogrupy					
09:30	CH	Decyzja SNB	%	VI	-	-0.75	-0.75
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	V	2.1	3.9	2.3
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	V	9.3	8.1	8.5
14:00	PL	PPI	% r/r	V	-2.3	-2.2	-2.9
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna (nominalnie)	% r/r	V	1.2	1.4	-1.5
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna (realnie)	% r/r	V	3.9	-	1.5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	-	-	279
14:30	US	CPI	% m/m	V	-	0.5	0.1
16:00	US	Indeks Philly Fed	pkt	VI	-	-	6.7
16:00	US	Wskaźniki wyprzedzające	pkt	V	-	-	0.7
19 cze PIĄTEK							
	EA	Spotkanie Ecofinu					

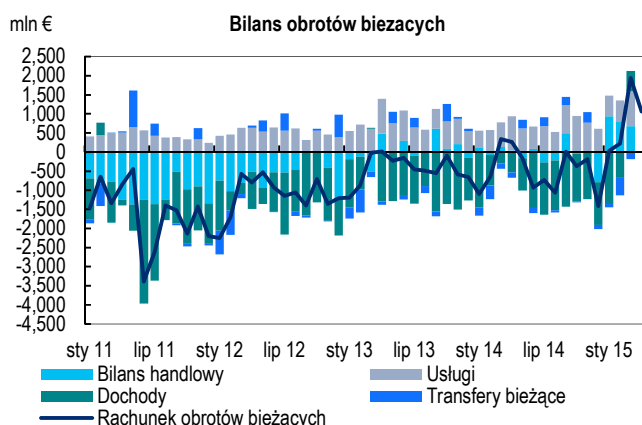
Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedzi tygodnia

Inflacja

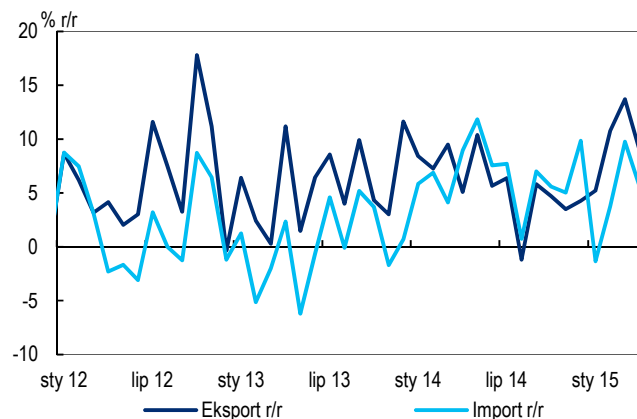
Według naszych szacunków wskaźnik inflacji (CPI) wzrósł w maju do -0,6% r/r (wobec -1,1% w kwietniu). Wzrost wynikał przede wszystkim z wyższej dynamiki cen żywności i paliw, a więc odwrócenia czynników, które zaniżały inflację przez ostatni rok. Naszym zdaniem w maju odnotowano również wzrost inflacji bazowej (tj. po wyeliminowaniu zmian cen żywności oraz energii), choć na tyle niewielki, że trudno go uznać za objaw presji popytowej. W kolejnych miesiącach trend wzrostowy CPI powinien być kontynuowany i pod koniec roku inflacja może sięgnąć 1%, ale perspektywa wzrostu do poziomu celu NBP jest wciąż odległa.

Wykres 3. Spodziewany spadek nadwyżki w obrotach bieżących ...



Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 4. ... przy głębszym spowolnieniu wzrostu importu niż eksportu



Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy.

Bilans płatniczy

Po wyraźnej poprawie w marcu, tym razem oczekujemy spadku nadwyżki w rachunku obrotów bieżących do 864 mln euro. Powinien złożyć się na to mniejszy napływ środków z Unii Europejskiej w kwietniu, a także relatywnie silna dynamika importu sygnalizowana przez opublikowane już dane GUS.

Rynek pracy

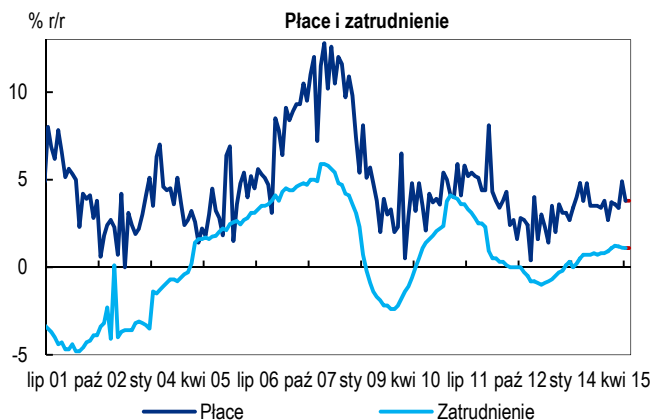
Rynek pracy korzysta z trwającego relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego. Według naszych szacunków przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w maju o 3,8% r/r, podczas gdy zatrudnienie zwiększyło się o 1,1%. Dane te są spójne z wyhamowaniem realnego wzrostu płac do około 4,4%, czemu sprzyjała również wyższa dynamika cen konsumpcyjnych.

Sprzedaż detaliczna

Po przejściowym osłabieniu w kwietniu, gdy sprzedaż detaliczna była pod negatywnym wpływem świąt wielkanocnych, w maju najprawdopodobniej doszło do przyspieszenia do 3,9% r/r w ujęciu realnym. Taki wynik wydaje nam się spójny z przeciętnym wzrostem sprzedaży za okres styczeń-kwiecień (3,5% r/r) sugerując, że konsumpcja

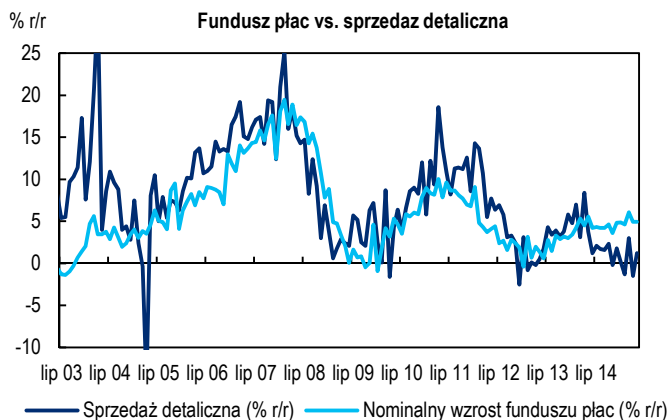
prywatna najprawdopodobniej utrzyma dynamikę lub ją zwiększy w II kwartale tego roku. Wzrost inflacji może przełożyć się jednak na sprzedaż w ujęciu realnym w dalszej części roku, ale to powinno zostać zniwelowane przez przyspieszenie nominalnego wzrostu płac.

Wykres 5. Spodziewamy się stabilizacji wzrostu płac i zatrudnienia



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 6. ... oraz niewielkiego przyspieszenia wzrostu sprzedaży

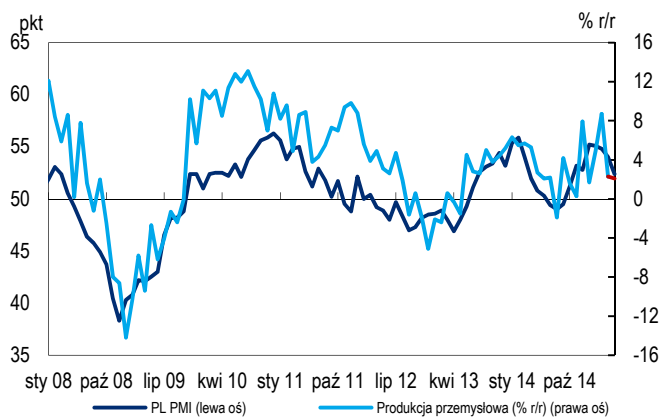


Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Produkcja

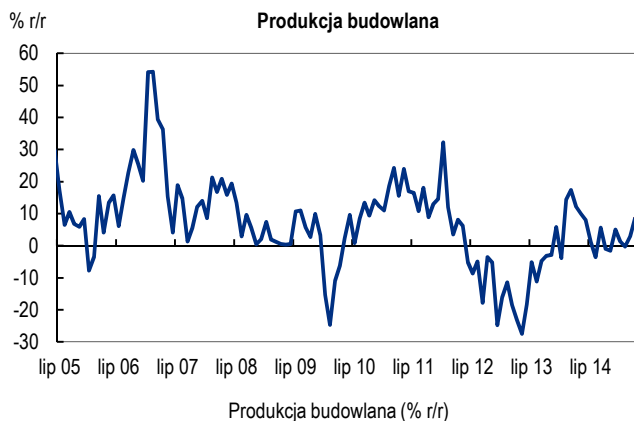
Oczekujemy stabilizacji wzrostu produkcji przemysłowej na poziomie około 2,1% r/r w maju, nawet pomimo niekorzystnego wpływu różnic w liczbie dni roboczych. Nasza prognoza jest niższa od prognoz rynkowych, a stoją za nią między innymi słabe dane o indeksie PMI oraz wstępne informacje o produkcji samochodów. Jednocześnie w maju polskim producentom pomóc mogło również lekkie osłabienie złotego po wcześniejszym umocnieniu.

Wykres 7. Produkcja przemysłowa najprawdopodobniej nieznacznie spowolniła ...



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 8. ... a produkcja budowlana przyspieszyła



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Założenia budżetu na 2016 r.

Przyjęte przez rząd założenia do budżetu na 2016 r. są naszym zdaniem realistyczne i sugerują utrzymanie mocnej konsumpcji przy inflacji poniżej celu. Rząd przyjął założenia do przyszłorocznego budżetu z wzrostem PKB na poziomie 3,8% i inflacją 1,7%. Poza silną konsumpcją prywatną wzrost mają napędzać inwestycje. Rząd planuje m.in. odmrożenie płac w sektorze budżetowym, co będzie się wiązało z wydatkami na poziomie 2 mld zł. Minimalna płaca wzrośnie natomiast o 5,7%. Dostrzegamy asymetryczne ryzyko w górę dla wzrostu PKB. Jednocześnie nawet w przypadku takiego scenariusza nie będzie to wystarczający argument do szybszego zacieśniania polityki pieniężnej.

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.