

CitiWeekly

Rosną oczekiwania na obniżki stóp

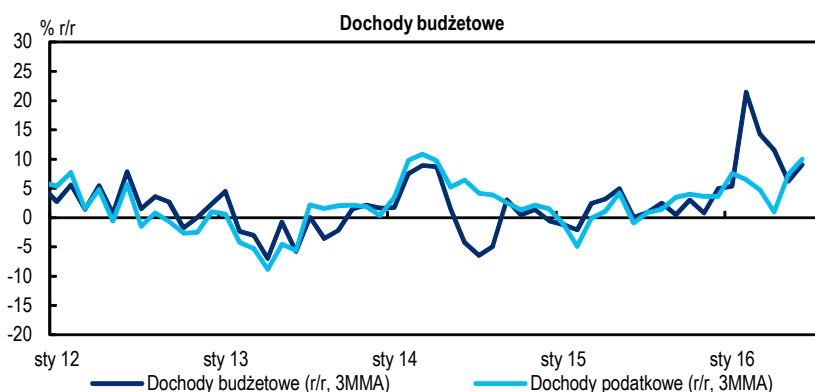
- Seria słabszych danych i wypowiedzi dwóch członków RPP wystarczyły aby uczestnicy rynku poważniej zaczęli wyceniać obniżki stóp procentowych. Naszym zdaniem w najbliższym czasie oczekiwania na obniżki mogą jeszcze się nasilać, szczególnie biorąc pod uwagę nastroje na światowych rynkach, w tym osłabienie oczekiwań na podwyżki w Stanach Zjednoczonych.
- Jedną sprawą są oczekiwania rynkowe, a zupełnie inną sprawą jest to, jak w rzeczywistości zmieniać będą się stopy procentowe. Choć naszym zdaniem nadzieje na redukcję stóp mogą się jeszcze nasilać (co pomogłoby obniżyć rentowności), jednak RPP najprawdopodobniej ostatecznie pozostawi stopy bez zmian. O obniżkach w Polsce można byłoby mówić gdyby: 1) pojawiły się sygnały poważnego spowolnienia gospodarczego; 2) znaczna część członków RPP zmieniłaby swoje dotychczasowe stanowisko. Naszym zdaniem żaden z tych warunków nie jest spełniony.
- Najlepszym testem na to czy gospodarka rzeczywiście wyhamowuje będą dane z budżetu. Biorąc pod uwagę dotychczasowe bardzo dobre wyniki dochodów podatkowych (i to jednocześnie w kilku kategoriach: VAT, PIT, CIT, akcyza), trudno poważnie mówić o spowolnieniu w kraju. Tym bardziej, że dane z rynku pracy sugerują, że gospodarka jest wciąż w fazie silnego wzrostu. Ponadto, warto zauważyć, że słabsze dane o sprzedaży i produkcji pokryły się z bardzo niską liczbą dni roboczych w lipcu, co w połączeniu z okresem urlopowym uzasadnia ostrożność w nadmiernym przywiązywaniu wagi do ostatnich danych. Tym bardziej, że skala niespodzianki w danych o sprzedaży i produkcji wpisuje się w naturalną zmienność tych wskaźników (podobne niespodzianki zdarzają się relatywnie często).
- Jeżeli chodzi o stanowisko RPP, to uczestnicy rynku zareagowali na wypowiedzi dwóch członków Rady (J. Żyżyński oraz E. Łon), którzy słyną ze swojego łagodnego podejścia. Żaden z pozostałych członków RPP nie wydaje się poważnie opowiadać za obniżkami stóp procentowych. Dwa głosy największych gołębi w dziesięcioosobowej Radzie to chyba jednak za mało aby spodziewać się zmiany w dotychczasowej polityce stóp procentowych RPP. Biorąc to pod uwagę wciąż oczekujemy, że przez najbliższe 12 miesięcy stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 16	4,43	4,03	5,03	1,10	1,50	-0,10	1,71	-0,10	1,60
III KW 17	4,26	3,67	4,73	1,16	1,50	-0,25	1,91	-0,15	1,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 27.07.2016 r.

Wykres 2. Dane o dochodach podatkowych nie wskazują na istotne spowolnienie wzrostu w ostatnich miesiącach



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

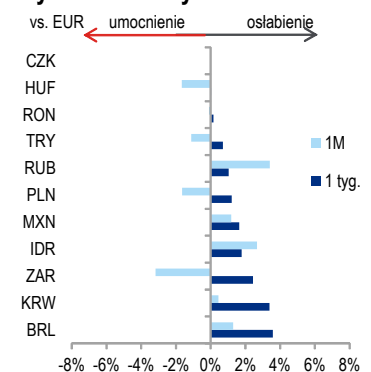
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 19.08.2016 r.
Źródło: Reuters.

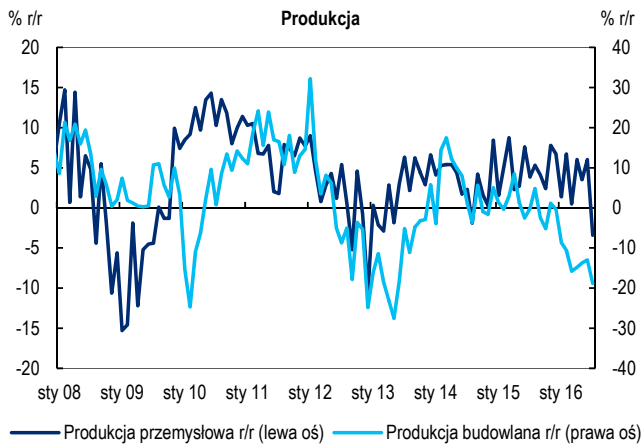
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

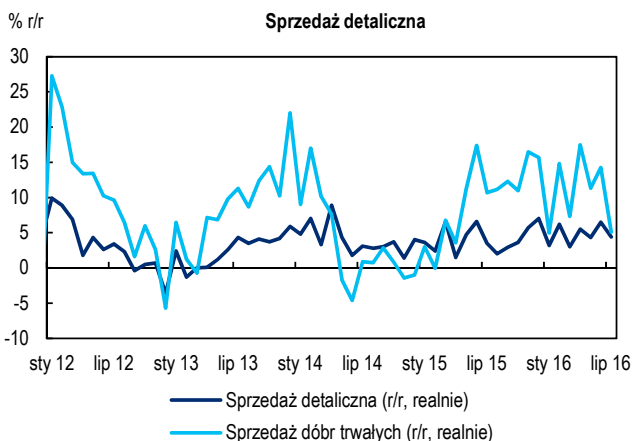
Wykres 3. Słabsza produkcja, głównie za sprawą mniejszej liczby dni roboczych



- Najnowsze dane GUS pokazały większe osłabienie aktywności gospodarczej w lipcu niż zakładał rynek. Produkcja przemysłowa spadła o 3,4% r/r wobec wzrostu o 6% w czerwcu, poniżej naszego szacunku (-1,4%) oraz konsensusu rynkowego (+1,7%).
- Chociaż w dużej mierze spowolnienie było oczekiwane w związku z mniejszą liczbą dni roboczych, to okazało się głębsze, a dane po eliminacji efektu kalendarzowego również pokazały osłabienie wzrostu do 1,6% z 3,6%.
- Spadek produkcji budowlanej pogłębił się do -18,8% z -13%, niemal zgodnie z naszą prognozą i poniżej oczekiwań rynku (-15%).
- W kolejnych miesiącach spodziewamy się ożywienia w produkcji, choć produkcja budowlana będzie najprawdopodobniej nadal notować spadki.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

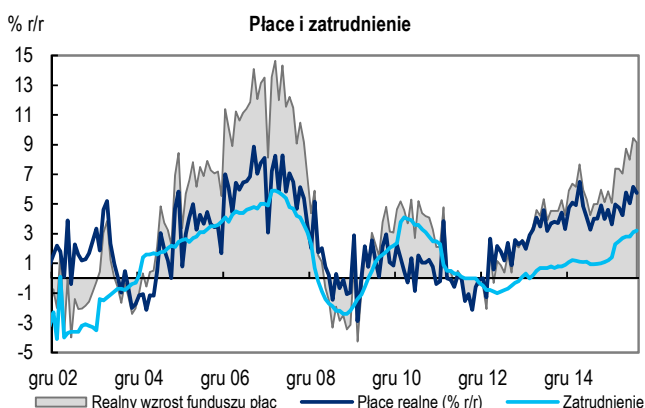
Wykres 4. Wzrost sprzedaży rozczarowuje, ale utrzymuje się na wciąż wysokim poziomie



- W przeciwieństwie do produkcji zakładaliśmy że dane o sprzedaży zaskoczą pozytywnie. Tymczasem sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym spowolniła do 4,4% r/r z 6,5% (nasza prognoza: 6,3%; konsensus 5,2%).
- Za spowolnienie odpowiadał słabszy wynik sprzedaży dóbr trwałego użytku, a w tym przede wszystkim sprzedaży samochodów. Dane o sprzedaży okazały się słabsze pomimo pozytywnej niespodzianki w lipcowych danych z rynku pracy.
- Przypuszczamy, że słaby wynik sprzedaży aut był przejściowy, a dobra sytuacja na rynku pracy, wysokie wskaźniki ufności konsumenckiej i program 500+ będą wspierać sprzedaż w kolejnych miesiącach.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 5. Na rynku pracy boom trwa w najlepsze



- Wzrost płac spowolnił w lipcu jedynie do 4,8% r/r z 5,3% w czerwcu i był nieco wyższy od naszych oraz rynkowych prognoz. Jednocześnie wzrost zatrudnienia przyspieszył do 3,2% z 3,1%, tj. zgodnie z tym co zakładaliśmy i nieco powyżej szacunku rynkowego (3,1%).
- Szczegółowe rozbieżności danych o płacach poznamy w przyszłym tygodniu przy okazji publikacji Biuletynu Statystycznego GUS.
- W tym tygodniu poznamy dane o stopie bezrobocia, która naszym zdaniem spadła do 8,7%, najniższego poziomu od kilkunastu lat.

Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
23 sie		WTOREK					
09:30	DE	Wstępny PMI	pkt	VIII	--	52.0	53.8
09:30	EA	Wstępny PMI	pkt	VIII	--	52.8	52.0
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	VII	--	--	-4.0
15:45	USA	Wstępny PMI	pkt	VIII	--	52.7	52.9
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	VII	--	580	592
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	VIII	--	-7.6	-7.9
24 sie		ŚRODA					
08:00	DE	PKB	% kw/kw	II kw.	--	0.4	0.4
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	VII	8.7	8.7	8.8
16:00	USA	Sprzedaż domów	% m/m	VI	--	5.5	5.6
25 sie		CZWARTEK					
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	VIII	--	108.5	108.3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	265	262
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	VII	--	-3.5	-4.0
26 sie		PIĄTEK					
08:00	DE	Indeks nastrojów Gfk	pkt	IX	--	--	10.0
14:30	USA	PKB	% r/r	IX	--	1.1	1.2
16:00	USA	Indeks Michigan	pkt	VIII	--	90.6	90.4
	USA	Przemówienie J. Yellen w Jackson Hole					

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	530	500	524	546	475	470	527	583
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1567	1629	1656	1719	1790	1844	1935	2040
PKB per capita (USD)	13740	12983	13615	14197	12371	12251	13771	15237
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,7	8,2	7,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,3	3,3	3,6	3,2	3,2	2,7
Inwestycje (% r/r)	12,8	-3,9	-5,8	12,6	4,1	4,2	3,4	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,7	3,1	3,1	3,8	3,9	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	4,1	4,2	2,8
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	6,1	4,6	5,4
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	7,7	6,0	6,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,3	1,8	2,3
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,5	2,7
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,6	6,3	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,75	3,00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,08	1,65	1,60	2,11	3,17
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,30	3,60	4,15
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	3,88	3,60	3,45
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,92	3,67	3,50
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,39	4,21	4,14
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,39	4,25	4,15
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-1,1	-4,9	-11,3	-14,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,2	-1,0	-2,1	-2,5
Saldo handlu zagranicznego	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	2,4	-2,3	-8,7	-12,5
Eksport	184,2	181,0	198,1	210,4	190,8	200,5	214,9	226,1
Import	201,6	190,2	198,5	214,7	188,4	202,8	223,6	238,6
Saldo usług	7,3	8,0	10,1	11,4	10,9	11,9	13,1	14,2
Saldo dochodów	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,5	-13,3	-14,1	-14,6
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	89,4	89,4	89,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-2,6	-2,5	-3,0	-2,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-0,8	-0,8	-1,4	-1,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	47,9	49,1	49,4	49,6	49,3

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) może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów 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.

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.