

CitiWeekly

Fed podwyższy stopy w tym roku, a EBC dopiero w 2019

- Nie oczekujemy istotnych zmian ze strony EBC na lipcowym posiedzeniu. Rada EBC najprawdopodobniej potwierdzi, że dane o aktywności gospodarczej poprawiają się, ale wciąż jest jeszcze potrzeba znacznie więcej danych potwierdzających trwałe odbicie inflacji w stronę celu w dłuższej perspektywie, aby zmodyfikować politykę pieniężną w bardziej istotny sposób. Choć EBC zrezygnował z łagodnego nastawienia w kwestii stóp procentowych w ostatnim komunikacie to najprawdopodobniej nie uczyni tego samego w odniesieniu do programu skupu aktywów.
- Sądzymy, że dyskusja na temat zmniejszania skupu aktywów w strefie euro rozpocznie się dopiero w 2018 r. Możliwe, że prezes M. Draghi zasignalizuje już na lipcowym posiedzeniu, że w EBC rozpoczęto dyskusje na ten temat w kontekście 2018 r., ale prawdopodobnie nie wskaże żadnej daty rozpoczęcia wycofywania się ze skupu aktywów. Naszym zdaniem ewentualnie bardziej szczegółowe informacje na ten temat mogą zostać ujawnione na posiedzeniu wrześniowym. Sądzymy, że rosnąca presja popytowa przyczyni się do stopniowego wzrostu inflacji bazowej w nadchodzących kwartałach. Z drugiej strony ograniczony wzrost płac prawdopodobnie się utrzyma sprawiając, że czas powrotu inflacji do celu będzie dłuższy w porównaniu do poprzednich cykli.
- Ostatnie dane o inflacji z USA zaskoczyły w dół, choć szczegóły raportu są mniej gołębie i powinny wystarczyć do podwyżki stóp przez Fed w grudniu. Poza danymi o inflacji negatywnie zaskoczyły także sprzedaż detaliczna i nastroje konsumentów, co zaskakujące biorąc pod uwagę siłę w raportach ISM i wysoki wzrost dochodów. Słabsze dane o aktywności i inflacji szczególnie biorąc pod uwagę komentarze prezes Fed J. Yellen o kluczowej roli inflacji w kontekście polityki Fed, zwiększają ryzyko odsunięcia kolejnej podwyżki stóp w USA w czasie. Jednak w bazowym scenariuszu wciąż zakładamy ogłoszenie redukcji skupu aktywów we wrześniu i podwyżkę stóp w grudniu.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 17	4,23	3,68	4,75	1,15	1,50	0,00	1,74	0,35	2,05
III KW 18	4,13	3,79	4,69	1,09	2,00	0,00	2,45	0,60	2,73

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 14.07.2017, pozostałe z dnia 21.06.2017 r.

Wykres 1. Wskaźnik nastrojów gospodarczych vs. „luka inflacji” EBC



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy; * luka inflacji – obliczona jako: waga 50% dla różnicy między oczekiwaną inflacją za 2 lata oraz średnioterminowym celem EBC 1,9%, 30% dla 1-roczonej luki i 20% dla bieżącej luki. Słupki zaznaczone na żółto kiedy EBC ogłosił decyzję o redukcji miesięcznego skupu z 80 do 60 mld EUR od kwietnia 2017 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

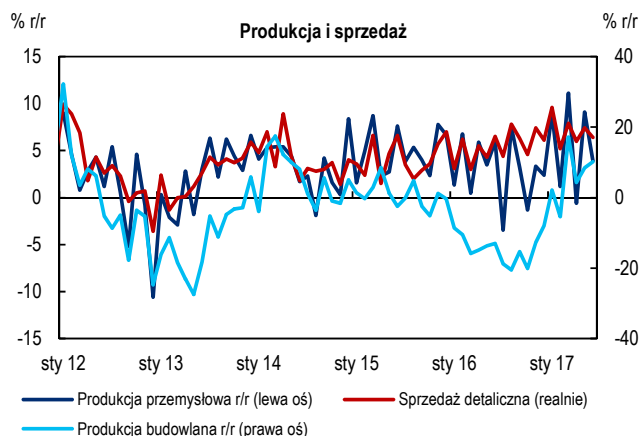
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Spis treści	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

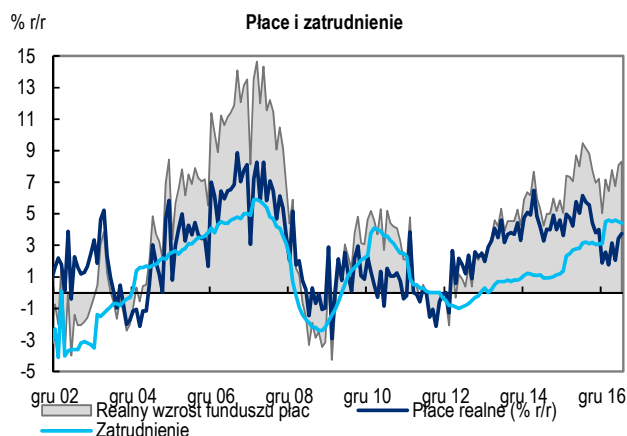
Wykres 2. Oczekujemy spowolnienia w przemyśle i sprzedaży w czerwcu i odreagowania w budowlance



- Choć większość danych z gospodarki realnej za czerwiec pokaże pogorszenie wskaźników względem maja to główne trendy pozostają optymistyczne.
- Prognozujemy spowolnienie wzrostu produkcji przemysłowej do 3,9% r/r z 9,1% oraz wzrostu sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym do 6,4%. Naszym zdaniem spowolnienie w czerwcu wynikało głównie z efektu liczby dni roboczych. Jednocześnie oczekujemy przyspieszenia produkcji budowlanej do 10,2%, co częściowo wynika z zaskakująco słabego wyniku za maj, który może być naszym zdaniem zrekompensowany w czerwcu. Dane za czerwiec pozwolą na lepszą ocenę wyniku całej gospodarki w II kwartale. Obecnie zakładamy spowolnienie wzrostu do 3,7% z 4% w I kw.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

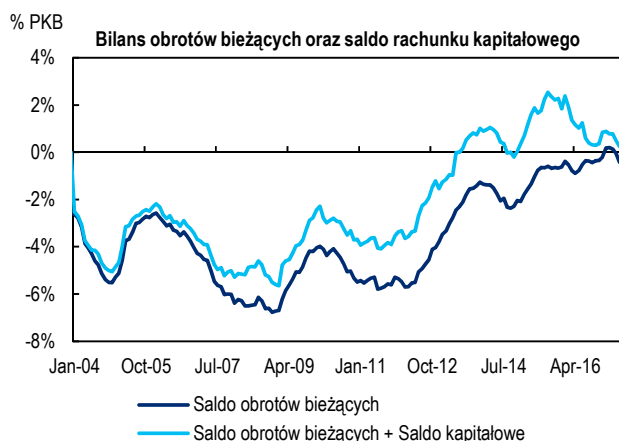
Wykres 3. Wzrost płac i zatrudnienia prawdopodobnie pozostanie wysoki



- Dane o płacach i zatrudnieniu za czerwiec najprawdopodobniej potwierdzą dobrą sytuację na rynku pracy. Oczekujemy nieznacznego spowolnienia wzrostu płac do 5,3% z 5,4%. Jednocześnie zakładamy minimalnie wolniejszy wzrost zatrudnienia o 4,4% wobec 4,5% w maju. Nasze prognozy są zbliżone do konsensusu rynkowego. Nominalny fundusz płac cały czas rośnie szybko ok. 10% r/r, a w ujęciu realnym wspiera go niższa od oczekiwań inflacja.
- Nie dostrzegamy oznak spowolnienia rynku pracy i sądzimy, że dalszy spadek stopy bezrobocia przy wysokim tempie wzrostu PKB musi prowadzić do wyższego tempa wzrostu płac, choć przyspieszenie prawdopodobnie nastąpi później niż zakładaliśmy i jego skala będzie mniejsza.

Źródło: GUS, Citi Research

Wykres 4. Bilans obrotów bieżących słabszy niż oczekiwano przy większym odreagowaniu eksportu i importu



- Deficyt obrotów bieżących nieoczekiwanie pogorszył się w maju do 179 ze 160 mln € wobec oczekiwań rynku na poziomie +212 mln € i naszej prognozy zakładającej większą nadwyżkę. Głównym zaskoczeniem okazał się bilans dochodów pierwotnych, który poprawił się mniej niż zakładaliśmy. Saldo handlowe (-200 mln €) było również słabsze niż oczekiwaliśmy przy znacznie mocniejszym przyspieszeniu importu do 19,1% z 3,3%, które przewyższyło odreagowanie eksportu (do 14,5% z 1,4%).
- Saldo skumulowane za 12 miesięcy wciąż pozostaje na niskim poziomie, choć pogorszyło się do -0,4% PKB. Spodziewamy się dalszego stopniowego wzrostu deficytu w związku z utrzymaniem silnego popytu krajowego, co powinno być równoważone przez większy napływ środków unijnych na rachunek kapitałowy.

Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
17 lip PONIEDZIAŁEK							
04:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VI	11,0	10,6	10,7
04:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	7,6	6,5	6,5
04:00	CN	PKB	YTD % r/r	VI	6,9	6,8	6,9
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	VI	--	15,0	19,8
18 lip WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VI	--	18,0	18,6
14:00	PL	Płace	% r/r	VI	5,3	5,0	5,4
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VI	4,4	4,3	4,5
19 lip ŚRODA							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	3,9	3,8	9,1
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	VI	10,2	--	8,4
14:00	PL	PPI	% r/r	VI	--	2,2	2,5
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	VI	6,4	6,9	7,4
14:30	USA	Rozpoczęta budowa domów	tys.	VI	--	1150	1092
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	VI	--	1200	1168
20 lip CZWARTEK							
13:45	EMU	Decyzja EBC	%	VI	0	0	0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	245	244	242
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	VII	--	23,7	27,6
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	VII	--	-1,1	-1,3
21 lip PIĄTEK							
14:00	PL	Podaż pieniądza	VI	% r/r	--	6,0	6,2

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	469	492	518
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,959	2,071
PKB per capita (USD)	13.738	12.994	13.622	14.199	12.417	12.226	12.857	13.545
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	7,6	7,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,8	2,7	3,7	3,2
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	4,4	7,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,6	3,7	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,0	3,0
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	9,0	5,8	5,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	8,9	6,7	6,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,4	2,9
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,8	2,3
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,5	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,73	2,61
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,50	4,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,83	3,81
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,85	3,83
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,12
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,22	4,13
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-2,8	-5,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,5	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	2,2	0,3	-2,4
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,7	198,1	205,7
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	197,8	208,1
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	15,2	15,8	16,7
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-17,6	-17,4	-17,6
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	115,0	123,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,4	-2,5	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,9	-1,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,9	50,4

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

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 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 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Komentarz rynkowy 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. 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. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. 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. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte 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 prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych 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. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. 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.