

CitiWeekly

Zadyszka w strefie euro na razie omija Polskę

- Opublikowane w ostatnim czasie indeksy koniunktury oraz twarde dane z realnej gospodarki dla strefy euro rozczarowały. Niemiecki indeks ZEW obliczany na podstawie ankiet wśród inwestorów instytucjonalnych spadł w kwietniu poniżej zera do najniższego poziomu od listopada 2012 r. Wcześniej publikowane indeksy PMI dla strefy euro i Niemiec spadły do najniższych poziomów od ponad roku. Jednocześnie rozczarowują dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, co uwidacznia się w spadku indeksu niespodzianek makroekonomicznych dla strefy euro.
- Słabsze dane ze strefy euro przekładają się na rewizje prognoz wzrostu PKB w dół. W ciągu ostatnich dwóch miesięcy analitycy Citi obniżyli prognozę wzrostu PKB na 2018 r. dla strefy euro o 0,2 pkt proc. do 2,3%, a dla Niemiec łącznie o 0,3 pkt. do 2,4%.
- W trend słabszych danych wpisały się opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o produkcji krajowej. Produkcja przemysłowa spowolniła do 1,8% r/r z 7,4% w lutym a produkcji budowlanej do 16,2% r/r z 31,4%. Na pierwszy rzut oka słabsze dane mogą budzić pewien niepokój, ale po korekcie o dni robocze wciąż pokazują solidne tempo wzrostu o 5,1% r/r w przypadku produkcji przemysłowej i 18,7% produkcji budowlanej. Jednocześnie sprzedaż detaliczna za marzec wzrosła o 8,8% (realnie), choć w dużym stopniu ten dobry wynik to efekt silnego wzrostu sprzedaży żywności, co można wiązać z Świętami Wielkanocnymi (tym samym efekt ten zostanie odwrócony w kwietniu).
- Oczekujemy stopniowego spowolnienia polskiej gospodarki w kolejnych kwartałach, ale tempo wzrostu powinno pozostać w tym roku powyżej 4%. Z uwagą należy śledzić dane z otoczenia zewnętrznego i w przypadku kolejnych negatywnych niespodzianek ryzyko dla naszych prognoz będzie rosło. Niemniej wzrost PKB (tak długo jak pozostanie powyżej 3,5%) powinien cały czas oddziaływać w kierunku rozszerzania się dodatniej luki popytowej i dalszego „zacieśniania” na rynku pracy. Zmiana trendu dynamiki PKB i niższe prognozy wzrostu mogą być kolejnym, obok niższej od wcześniejszych prognoz inflacji, argumentem dla członków RPP za utrzymaniem gołębiej retoryki.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

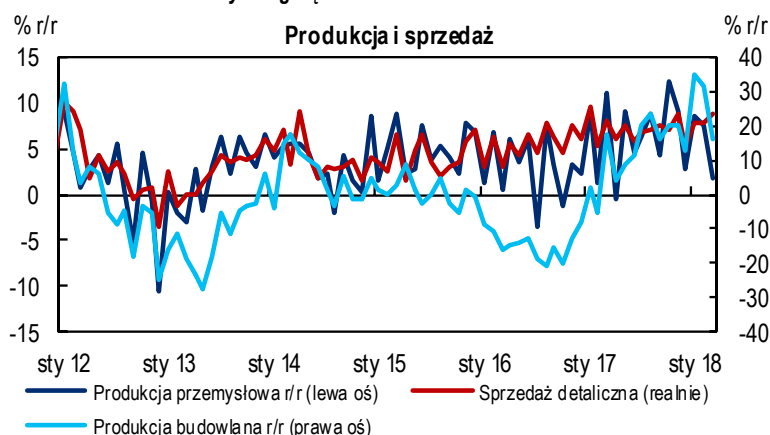
Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 18	4,14	3,34	4,81	1,24	1,50	0,00	1,70	0,60	2,60
II KW 19	4,08	3,09	4,64	1,32	1,50	0,00	1,81	0,85	2,75

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 18.04.2017 r.

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

Wykres 1. Produkcja zaskoczyła negatywnie, ale po korekcie o dni robocze dane były już lepsze, z kolei sprzedaż detaliczna zaskoczyła w górę.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Tydzień w wykresach

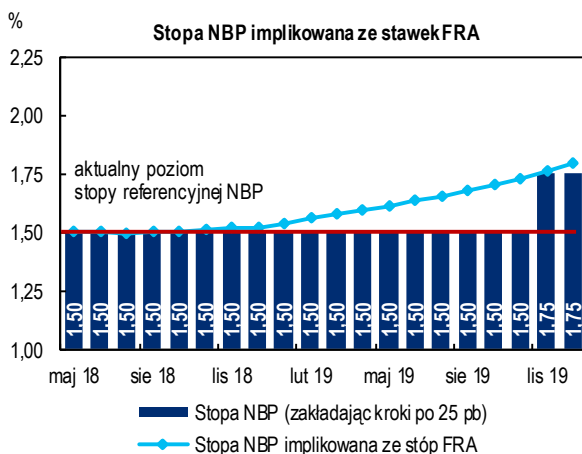
Wykres 2. Solidne dane z rynku pracy



- Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw w marcu praktycznie pozostał bez zmian (6,7% r/r vs. 6,8% w lutym). Taki wynik był wyższy zarówno od mediany prognoz ekonomistów na poziomie 6,5%, jak i naszej prognozy (6,3%). Zgodnie z oczekiwaniami tempo wzrostu zatrudnienia obniżyło się nieznacznie do 3,7% z 3,8% w lutym.
- W całym I kw. wzrost wynagrodzeń wyniósł 6,9%, ale sądzimy, że w całym roku przekroczy 7% wobec 5,9% średnio w 2017 r. Sytuacja na rynku pracy jest wciąż bardzo dobra, co powinno sprzyjać konsumpcji.
- Oczekujemy też dalszego spadku stopy bezrobocia do 6,6% w marcu.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Gołębi ton komentarzy RPP utrzymuje ograniczone oczekiwania na podwyżki stóp



- W minionym tygodniu głos zabrało dwóch członków RPP i ton obydwu był - podobnie jak całej RPP - gołębi. Rafał Sura stwierdził, że wzrost gospodarczy w tym roku wyniesie 4,5%, a w przyszłym spadnie nieznacznie poniżej 4% i będzie wyższy niż w ostatniej projekcji NBP. Z kolei ścieżka CPI będzie niższa, co daje komfort Radzie i oddala perspektywę podwyżek stóp. Napięta sytuacja na rynku pracy pozostaje potencjalnym ryzykiem dla tego scenariusza. Jednocześnie R. Sura dostrzega potencjał do niewielkiego umocnienia złotego.
- Z kolei J. Kropiwnicki wspominał o tym, że NBP mógłby rozważyć wprowadzenie niestandardowych narzędzi wspierania wzrostu PKB w przyszłości. Sądzimy jednak, że obecnie RPP utrzyma zdanie o braku konieczności jakichkolwiek zmian w polityce pieniężnej, a ponadto w pierwszej kolejności będzie używać standardowego instrumentu jakim są stopy procentowe.

Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 4. EBC najprawdopodobniej nie zmieni retoryki mimo słabszych danych



- Nie oczekujemy istotnych zmian w retoryce EBC na kwietniowym posiedzeniu. Głównym wyzwaniem dla EBC będzie odpowiednie zaadresowanie narastającej niepewności po serii nieco słabszych danych. Oczekujemy, że prezes M. Draghi zasygnalizuje pewną elastyczność w przypadku materializacji ryzyka, ale jednocześnie podkreśli, że wzrost w strefie euro jest wciąż wysoki, co w dalszym terminie powinno przybliżyć inflację do celu.
- W przypadku dalszych słabszych odczytów z gospodarki EBC może zasygnalizować oddalenie w czasie momentu pierwszej podwyżki, ale dopiero na czerwcowym posiedzeniu. Wciąż zakładamy w bazowym scenariuszu zakończenie skupu aktywów we wrześniu i pierwszą podwyżkę stóp w IV kw. 2019 r.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
23 kwi PONIEDZIAŁEK							
09:30	DE	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	IV	57,5	57,5	55,1
09:30	DE	Wstępny PMI dla usług	pkt	IV	55,2	53,7	53,9
10:00	EUR	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	IV	55,9	56,1	56,6
10:00	EUR	Wstępny PMI dla usług	pkt	IV	55,0	54,6	54,9
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	III	7,3	7,4	7,7
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	III	5,58	5,55	5,54
24 kwi WTOREK							
11:00	DE	Indeks Ifo	pkt	IV	102,5	102,6	114,7
15:00	USA	Ceny nieruchomości S&P Case-Shiller	% r/r	III	--	6,3	6,4
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	III	635	630	618
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	III	127	126	128
25 kwi ŚRODA							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	III	6,5	6,5	6,8
26 kwi CZWARTEK							
09:00	DE	Indeks nastrojów konsumentów GfK	pkt	V	10,9	10,8	10,9
13:45	EUR	Stopa EBC	%	IV	0,0	0,0	0,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	230	231	232
14:30	USA	Zapasy hurtowe	%	III	0,2	0,3	1,0
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	III	1,4	1,2	3,0
27 kwi PIĄTEK							
04:00	JP	Decyzja Banku Japonii	%	IV	-0,1	-0,1	-0,1
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	IV	112,1	112,0	112,6
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	PKB	% kw/kw ann	I kw.	1,8	2,0	2,9
16:00	USA	Indeks nastrojów konsumentów Michigan	pkt	IV	--	98,0	97,8

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	469	523	657	754
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 851	1 970	2 104	2 243
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 199	12 417	12 215	13 617	17 142	19 683
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,7	6,0	5,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,4	3,3	3,8	2,9	4,6	4,2	3,6
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	5,2	7,5	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,3	3,8	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,2	3,5
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	6,7	7,3	6,4
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,9	7,7	8,7	7,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,5	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,6
Płace nominalne (% r/r)	3,5	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,3	8,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	2,4	4,5	7,6	7,4	4,9	5,4	7,0	7,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,65	1,65	2,19
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,50	3,80
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,21	2,96
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,74	3,33	3,08
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,17	4,10	4,06
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,15	4,08
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,4	-2,8	-3,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-4,3	-7,7
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	223,5	274,6	295,6
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	222,9	278,8	303,3
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	20,3	26,6	30,2
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,3	-24,8	-25,5
Rezerwy międzynarodowe	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	103,0	111,0	120,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,5	-1,6	-2,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,6	0,1	-0,1	-0,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,2	46,7	44,9

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, nie stanowi „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 oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. 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.