

CitiWeekly

Tym razem bez obniżki?

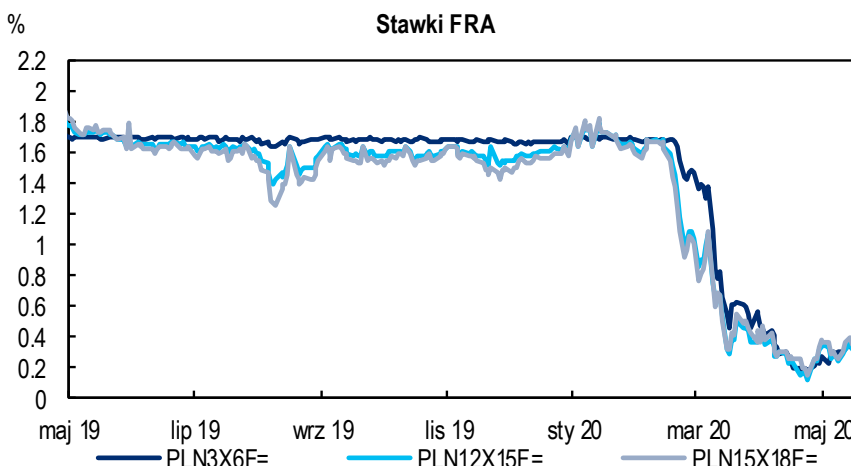
- W tym tygodniu, po raz pierwszy po dłuższej przerwie, odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, podczas którego RPP będzie dyskutować nad ewentualnymi zmianami stóp procentowych. Na poprzednich dwóch posiedzeniach Rada obniżyła stopy łącznie o 100pb do poziomu 0,5%. Pozostawia to wciąż pewną niewielką przestrzeń do dodatkowych obniżek zanim stopy spadną poniżej zera. Spodziewamy się jednak, że tym razem nie dojdzie do żadnych zmian w tym zakresie.
- Dane publikowane w ostatnich dniach potwierdzają, że załamanie aktywności w polskiej gospodarce w kwietniu okazało się bardzo głębokie (strona 2), głównie na skutek wprowadzonych ograniczeń aktywności oraz dobrowolnych zmian zachowań konsumentów. Niemniej jednocześnie staje się jasne, że w maju aktywność gospodarcza powoli się poprawia, co sugeruje, że na razie nie ma potrzeby szybkich działań ze strony banku centralnego. Tym bardziej, że wcześniejsze obniżki stóp procentowych oraz rozpoczęcie programu skupu aktywów zapewne dają RPP poczucie, że zrobiono już wiele aby ustabilizować gospodarkę. Dlatego naszym zdaniem na najbliższym posiedzeniu może zabraknąć motywacji do podejmowania potencjalnie kontrowersyjnych działań, które sprowadziłyby stopę referencyjną praktycznie do jej dolnego ograniczenia ZLB (*zero lower bound*), a stopę depozytową zepchnęłyby poniżej zera. Tym bardziej, że dodatkowe korzyści z ewentualnych obniżek wydają się na tym etapie nikłe i zdecydowanie mniejsze niż korzyści związane z łagodną polityką fiskalną.
- Większość wypowiedzi członków RPP w ostatnich tygodniach wydaje się potwierdzać nasze przypuszczenia o braku zmian stóp procentowych. Zabrakło w nich bowiem wyraźnych sygnałów zapowiadających dodatkowe działania ze strony władz monetarnych. Niektórzy członkowie RPP opowiadający się wcześniej za zdecydowanym łagodzeniem polityki pieniężnej (Eryk Łon) obecnie wydają się opowiadać za stabilizacją. Z drugiej strony np. Jerzy Kropiwnicki wręcz sygnalizował perspektywę podwyżek stóp procentowych. Niezależnie od tych pojedynczych wypowiedzi, naszym zdaniem najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest utrzymywanie stóp procentowych bez zmian przez dłuższy czas i oczekiwanie na napływające dane z polskiej gospodarki.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
II KW 20	4,55	4,21	5,17	1,08	0,50	-0,50	-0,45	0,98
II KW 21	4,55	3,99	5,23	1,14	0,50	-0,50	-0,20	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 13.05. pozostałe prognozy z 29.04.2020 r.

Wykres 1. Nie oczekujemy dalszych obniżek stóp procentowych.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

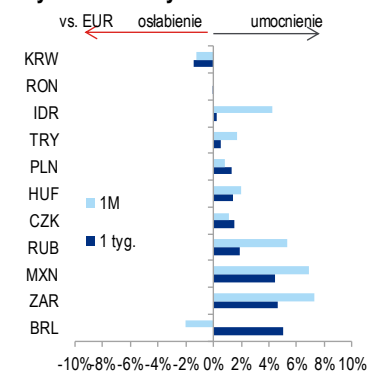
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

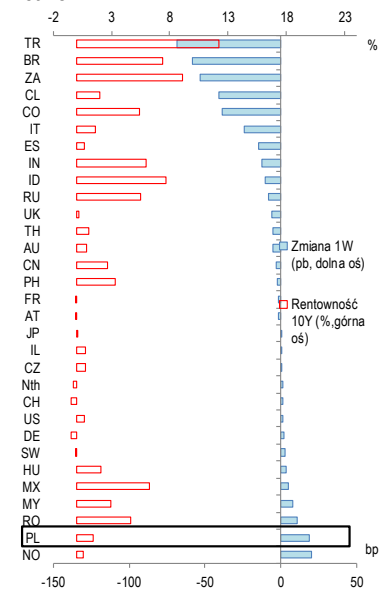
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 22.05.2020 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 22.05.2020 r.

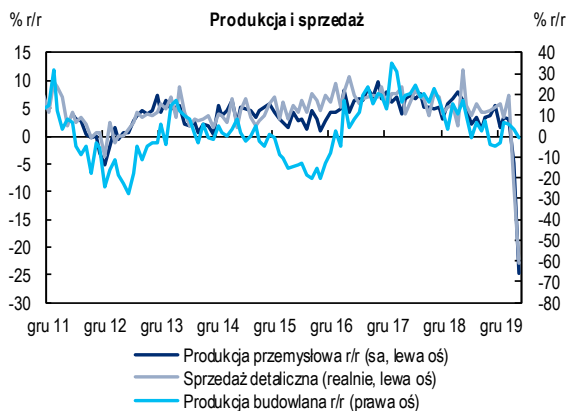
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Tygodniowy Monitor Aktywności	3
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

Tydzień w wykresach

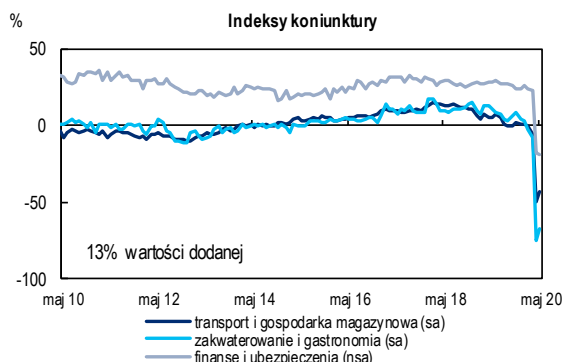
Wykres 4. Załamanie produkcji przemysłowej i sprzedaży w kwietniu



- W kwietniu produkcja przemysłowa spadła o 20,8% m/m (sa) i o 24,6% r/r (konsensus rynkowy: -12,4%, Citi: -14,3%). Aktywność w przemyśle uciepiała pod wpływem „zamrożenia” gospodarki krajowej i europejskiej. Najgłębszy spadek dotknął produkcję aut (-79% r/r), maszyn i sprzętu elektrycznego i innych sektorów nastawionych na eksport.
- Produkcja budowlana spadła w kwietniu zaledwie o 0,9% r/r, wobec wzrostu o 3,7% w marcu. Była to zasługa wzrostu produkcji obiektów inżynierii lądowej 9,3%.
- Sprzedaż detaliczna spadła w kwietniu o 22,9% r/r, pogłębiając spadki z marca (konsensus: -19%, Citi: -29%). Spadek sprzedaży nastąpił we wszystkich kategoriach, a najbardziej dotknięte zostały odzież (-63,4% r/r), samochody (-54,4%) i paliwa (-42,2%). Zamknięte sklepy doprowadziły do przyspieszenia wzrostu sprzedaży przez internet do 27,7% (i wzrostu jej udziału w sprzedaży do 11,9% z 8,1%).

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 5. Ożywienie będzie powolne szczególnie w sektorze usług



- Dane o wysokiej częstotliwości i stopniowe łagodzenie ograniczeń gospodarczych sugerują, że ożywienie aktywności już postępuje i dane o produkcji i sprzedaży za maj i czerwiec będą lepsze. Jednak w całym kwartale spodziewamy się spadku PKB o około 10% kw/kw. Sądzymy, że produkcja budowlana będzie zachowywać się w dalszej części roku lepiej niż przemysł i handel detaliczny, m.in. przy wsparciu środków UE i inwestycji infrastrukturalnych w ramach programów rządowych.
- Sądzymy, że po publikacji danych za kwiecień rynkowe oczekiwania odnośnie wzrostu PKB w 2020 r. mogą się przesunąć z obecnych -3,5% r/r w stronę naszej prognozy na poziomie -5%. Ministerstwo Finansów zasygnalizowało w ubiegłym tygodniu, że może obniżyć swoją prognozę PKB na ten rok do -4 - -5%.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Głęboki spadek zatrudnienia i zdecydowane wyhamowanie płac

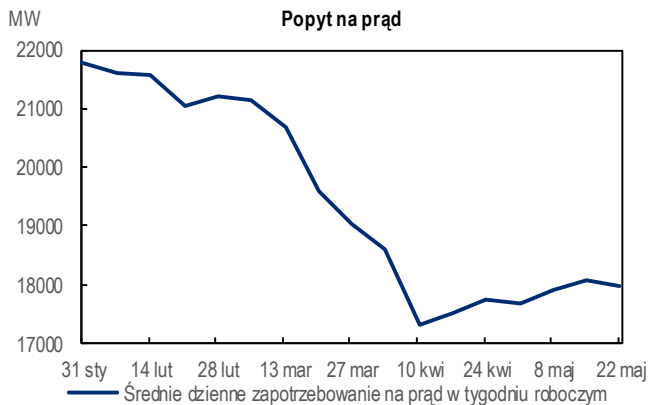


- Płace spowolniły w kwietniu do 1,9% r/r z 6,3% w marcu, a zatrudnienie spadło o 2,1% r/r, wobec wzrostu o 0,3% w marcu. Według GUS częściowo za spowolnienie płac odpowiada zmniejszanie wynagrodzeń przez firmy i wypłata świadczeń postojowych, które są efektem wprowadzonych programów rządowych mających na celu ochronę miejsc pracy. Zatrudnienie spadło o ponad 150 tys. m/m, co oznacza znacznie większy i szybszy spadek niż w 2008 r. Choć wyniki te, podobnie jak dane za marzec, były pod wpływem rosnącej liczby osób pobierających zasiłki chorobowe i opiekuńcze oraz biorących bezpłatne urlopy, to jednak sama skala spadku zatrudnienia odzwierciedla rozmiar szoku gospodarczego.
- Ministerstwo Pracy sygnalizowało, że oczekuje wzrostu stopy bezrobocia w kwietniu jedynie do 5,7% z 5,4%. Sądzymy, że zwykle sytuacja na rynku pracy jest opóźniona wobec zmian aktywności gospodarczej i w kolejnych miesiącach dojdzie do dalszego pogorszenia warunków na rynku pracy, choć nie wykluczamy, że dzięki podjętym działaniom quasi-fiskalnym wzrost bezrobocia może być mniejszy niż pierwotnie szacowaliśmy.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

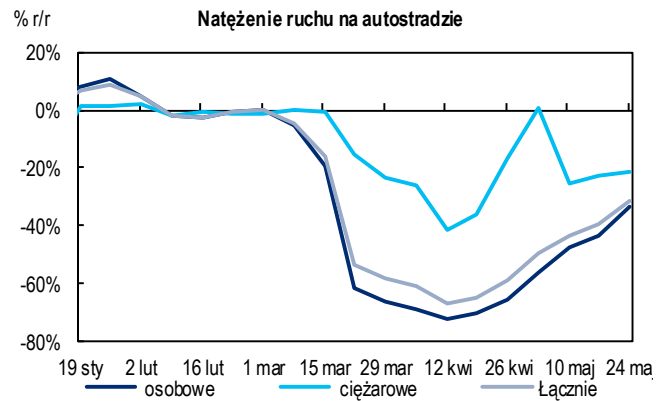
Tygodniowy Monitor Aktywności

Wykres 7. Popyt na prąd spadł w kwietniu średnio o 6-7% r/r, a w maju spadek wyniósł ok. 4% r/r.



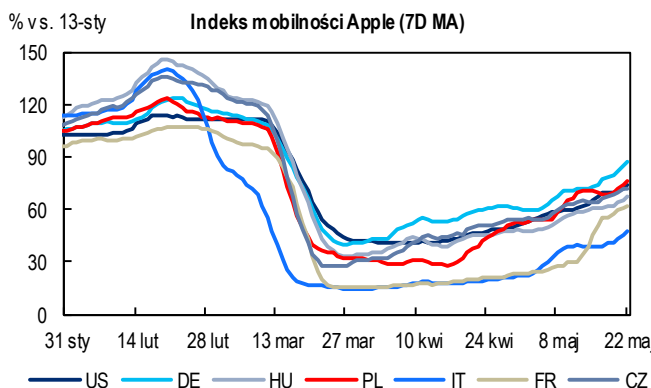
Źródło: PSE, Citi Handlowy, *po eliminacji weekendów i dni świątecznych

Wykres 8. Natężenie ruchu aut ciężarowych na autostradach jest niższe w 3. tygodniu maja o ok. 21% r/r



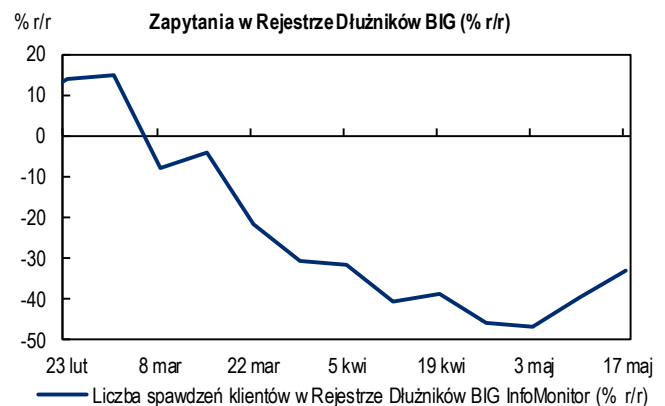
Źródło: Stalexport, Citi Handlowy, *dane dla fragmentu autostrady A4 zarządzanej przez Stalexport

Wykres 9. Mobilność według Apple stopniowo rośnie w tym szczególnie w Niemczech



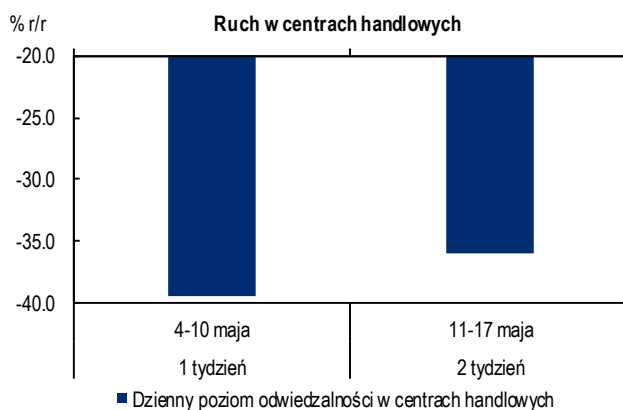
Źródło: Apple, Citi Handlowy, punktem odniesienia jest okres 3.01-6.02.2020r.

Wykres 10. Coraz mniejszy spadek zapytań o stan zadłużenia potencjalnych partnerów biznesowych

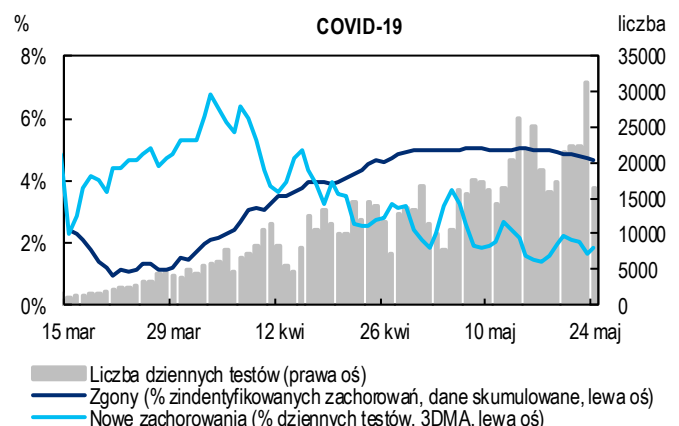


Źródło: BIG, Citi Handlowy

Wykres 11. Ruch w galeriach handlowych stopniowo rośnie



Wykres 12. Odsetek zachorowań w relacji do liczby testów stopniowo się obniża podobnie jak odsetek zgonów wśród zidentyfikowanych zachorowań



Źródło: PRCH, Citi Handlowy, *dane z 90 centrów i parków handlowych w Polsce, których łączna powierzchnia najmu wynosi 3,2 mln m kw., co stanowi reprezentację 26 proc. całości rynku, numer tygodnia od momentu otwarcia galerii

Kalendarz ekonomiczny

Godz, publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
25 maj	PONIEDZIAŁEK						
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	V	73	78,3	74,3
26 maj	WTOREK						
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	IV	5,7	5,7	5,4
14:00	HU	Decyzja MNB w sprawie stóp proc.	%	V	0,9	0,9	0,9
15:00	USA	Ceny domów Case-Shiller	%	III	--	3,3	3,5
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	IV	465	500	627
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	V	86	87,3	86,9
27 maj	ŚRODA						
	PL	Aukcja odkupu obligacji przez NBP					
28 maj	CZWARTEK						
	PL	Decyzja RPP	%	V	0,5	0,5	0,5
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	V	70,7	70,6	67
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	1500	2100	2438
14:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tys.	tyg.	25300	25500	25073
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	IV	-17,2	-18	-14,7
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	%	IV	--	-15	-20,8
29 maj	PIĄTEK						
10:00	PL	Wstępny szacunek inflacji wg GUS	% r/r	V	2,8	3,4	3,4
10:00	PL	PKB	% r/r	I kw.	1,9	1,9	3,2
10:00	PL	Konsumpcja prywatna	% r/r	I kw.	1,6	--	3,3
10:00	PL	Inwestycje	% r/r	I kw.	-0,2	--	4,9
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	V	0	0,1	0,3
14:30	USA	Konsumpcja osobista	%	IV	-14,2	-12	-7,3
14:30	USA	Deflator PCE	%	IV	-0,6	-0,7	-0,3
14:30	USA	Dochód osobisty	%	IV	5,9	-6,5	-2
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	V	--	40	35,4
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	V	--	74	73,7

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	586	590	535	602
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.265	2.226	2.373
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.262	15.354	13.981	15.729
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	10,5	9,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-5,0	3,8
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-19,1	10,2
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-3,3	4,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-4,7	5,8
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-8,0	5,2
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-12,0	6,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,0	1,9
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,0	1,6
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	3,7	3,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,6	7,4	4,91	3,53	7,35	7,00	6,50	6,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,00	0,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,17	0,20
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,95	3,63	3,30	2,81	2,03	1,35	1,60
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	4,19	3,48	3,74	3,80	4,04	3,76
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,29	3,94	3,77	3,61	3,84	4,05	3,92
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,40	4,18	4,29	4,26	4,60	4,48
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-5,9	2,8	16,3	16,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	0,5	3,0	2,7
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	2,7	15,1	13,3
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	257,8	225,9	249,5
Import	215,0	188,6	193,2	226,6	260,1	255,1	210,8	236,2
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	28,2	21,7	26,3
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-26,1	-16,7	-19,4
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	115,8	117,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,6	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-8,7	-7,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-7,6	-7,0
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	43,8	55,1	58,6

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, CFA

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.