

CitiWeekly

Kolejny (lekki) powiew optymizmu

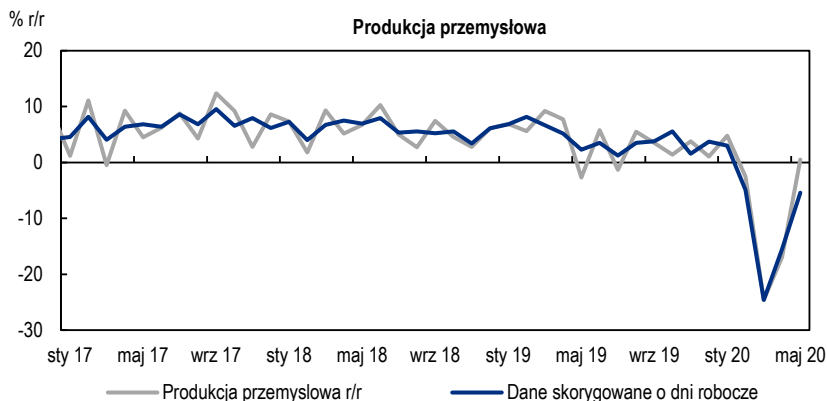
- Najnowsze dane za czerwiec potwierdzają, że gospodarka powoli wychodzi z pandemicznego dołka. Produkcja przemysłowa w minionym miesiącu wzrosła o 0,5% r/r, wyraźnie przekraczając oczekiwania analityków oraz nasze prognozy (odpowiednio -6,9% oraz -6,6%). Od strony struktury, pozytywnie zaskoczyła produkcja dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku (+16,2%), podczas gdy rozczarowały dobra inwestycyjne (-8,6% r/r). Najwidoczniej ożywienie w aktywności inwestycyjnej jest bardzo powolne – oczekujemy, że w II kwartale inwestycje spadły o około 20%, a w całym 2020 roku spadną o około 13%.
- Interpretując czerwcowe dane warto pamiętać, że były one mocno wspierane przez korzystne efekty dodatkowych dni roboczych. Po wyeliminowaniu tego czynnika produkcja w minionym miesiącu wciąż była niższa niż przed rokiem – o około 4,9%. Ponieważ rozkład dni roboczych nie będzie już tak korzystny w kolejnych miesiącach, w lipcu spodziewamy się powrotu do spadków produkcji.
- Na podstawie dostępnych danych szacujemy, że PKB w II kwartale mógł spaść o około 8% r/r. Niemniej biorąc pod uwagę prawdopodobne załamanie aktywności w usługach rynkowych, na temat których nie dysponujemy danymi wysokiej częstotliwości, ryzyko wydaje się być po stronie raczej słabszego, a nie lepszego wyniku. Z punktu widzenia prognoz ciekawe mogą być jutrzejsze dane o sprzedaży detalicznej, które pomogą nieco lepiej oszacować wkład konsumpcji do PKB. Naszym zdaniem sprzedaż w czerwcu wciąż mogła być niższa niż przed rokiem (tabela na stronie 3).
- Na uwagę zasługują również ubiegłotygodniowe dane z rynku pracy. Płace wzrosły o 3,6%, wobec prognoz zakładających wzrost o 1,3% r/r, a z kolei przeciętne zatrudnienie spadło o 3,3% (prognozy -3,9%). Przypuszczamy, że poprawa tych wskaźników jest związana z wygasaniem programów ochrony rynku pracy, które dzięki zmniejszeniu czasu pracy oraz wynagrodzeń w ostatnich miesiącach zaniżały dynamikę zatrudnienia i wynagrodzeń w kwietniu i maju. Niemniej naszym zdaniem wraz z wygasaniem powyższych programów rośnie ryzyko zwolnień i ponownego spadku zatrudnienia/wzrostu bezrobocia w kolejnych miesiącach.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
III KW 20	4,47	3,89	4,97	1,15	0,10	-0,50	-0,40	0,98
III KW 21	4,39	3,72	4,99	1,18	0,10	-0,50	-0,20	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 8.07. pozostałe prognozy z 25.06.2020 r.

Wykres 1. Produkcja przemysłowa lekko wzrosła w czerwcu, ale po korekcie o dni robocze jest wciąż niższa niż rok wcześniej



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

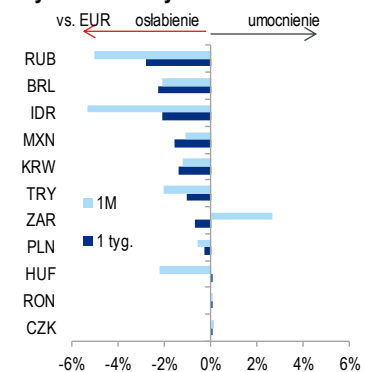
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

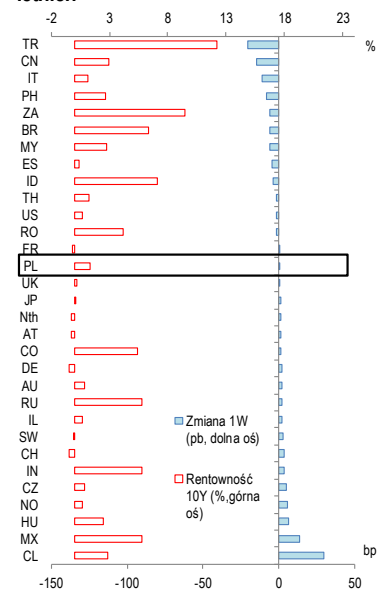
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 17.07.2020 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



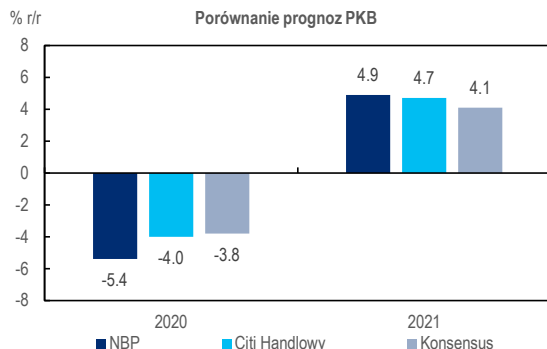
Według stanu na dzień 17.07.2020 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

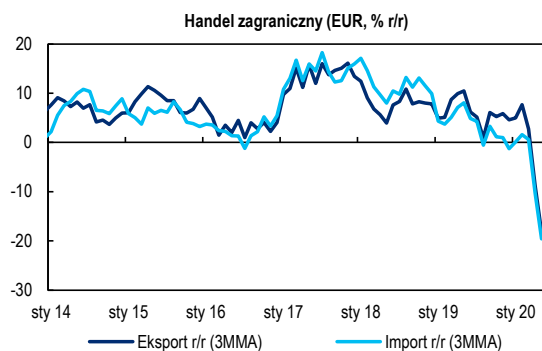
Wykres 4. Pesymistyczna projekcja NBP



- Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmienionym poziomie (stopą referencyjną: 0,1%). Komunikat po posiedzeniu zawierał zaktualizowaną ścieżkę nowych projekcji NBP, która przewiduje głębszą recesję w tym roku w porównaniu z oczekiwaniami rynkowymi (-5,4% r/r vs. -3,8%). Ponadto NBP prognozuje inflację na poziomie 3,3% w 2020 r. i jej dalszy spadek do 1,5% w 2021 r. Zdaniem NBP oczekiwana skala ożywienia może być ograniczana przez wiele czynników, w tym min. brak istotnego osłabienia złotego w okresie głębokiej recesji.
- Przy powyższej projekcji inflacyjnej trudno spodziewać się podwyżek stóp procentowych w ciągu najbliższych dwóch lat. Naszym zdaniem w najbliższych kwartałach NBP będzie kontynuował program skupu obligacji rządowych, BGK i PFR na rynku wtórnym (dotychczasowe zakupy sięgnęły ~4,5% PKB).

Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

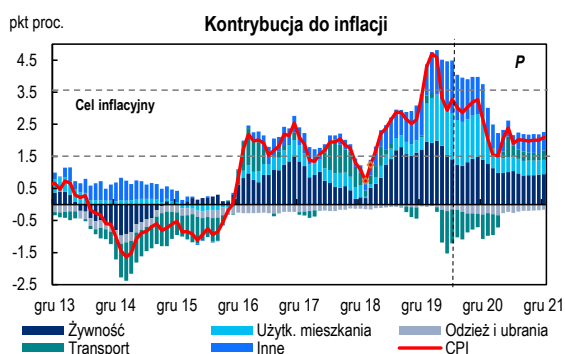
Wykres 5. Znaczący wzrost nadwyżki w obrotach bieżących



- Nadwyżka obrotów bieżących wzrosła w maju do 2,5 mld EUR z 1,2 mld EUR w kwietniu i była znacznie powyżej oczekiwań rynkowych (650 mln EUR) oraz naszego szacunku na poziomie 585 mln EUR. Złożyło się na to przyspieszenie wzrostu eksportu do -19,8% z -29,1% przy znacznie łagodniejszym odreagowaniu importu (do -27,2% z -28,1%), co przełożyło się na poprawę bilansu handlowego do 1250 mln EUR z -48 mln EUR. Ponadto wzrosła także nadwyżka na rachunku usług do 1,5 mld EUR z 1,3 mld EUR. Skumulowana nadwyżka w obrotach bieżących wzrosła do 1,8% PKB z 1,3%.
- Oczekujemy dalszej poprawy i wzrostu nadwyżki obrotów bieżących do ok. 3% PKB w tym roku za sprawą słabego importu przy niskich cenach ropy oraz słabym popycie krajowym, a także przy niskich odpływach dywidend i reinwestowanych zysków.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 6. Inflacja wzrosła w czerwcu do 3,3% z 2,9%



- Inflacja wzrosła w czerwcu do 3,3% z 2,9% w maju. Za wzrost inflacji odpowiedzialny był wzrost inflacji netto do 4,1% z 3,8%, przy słabym wzroście cen towarów (1,8%) oraz wciąż wysokiej inflacji usług (7,4%).
- Bliższe spojrzenie na strukturę zmian CPI sugeruje, że wysoki poziom inflacji mógł być częściowo efektem sposobu szacowania cen przez GUS. Np. w przypadku usług turystyki zagranicznej ceny były wciąż wyższe o 11% w porównaniu z czerwcem 2019. Była to kategoria, gdzie ponad połowa cen była doszacowywana, a nie zbierana przez GUS. W kolejnych miesiącach spodziewamy się znacznego spadku cen w tej kategorii.
- W II połowie roku oczekujemy stopniowego spadku do około 2,7% na koniec roku. Według naszych szacunków w 2021 r. inflacja spadnie do około 2%.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
20 Jul PONIEDZIAŁEK							
10:00	PL	PPI	% r/r	VI	--	-1,0	-1,5
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	-6,6	-6,9	-17,0
21 Jul WTOREK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VI	-7,0	-3,0	-7,7
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	VI	-3,6	-1,5	-5,1
14:00	HU	Decyzja MNB w sprawie stóp proc.	%	VII	--	0,60	0,75
22 Jul ŚRODA							
10:00	PL	Koniunktura konsumencka	pkt	VII	--	--	-19,4
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VI	4,87	4,83	3,91
23 Jul CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	1400	1280	1314
14:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tys.	tyg.	17200	--	17338
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	VII	--	-12,0	-14,7
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	%	VI	--	2,1	2,8
24 Jul PIĄTEK							
10:00	EUR	PMI dla usług - wstępny	pkt	VII	--	51,0	48,3
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	VII	--	50,0	47,4
12:00	PL	Aukcja obligacji			--	--	--
15:45	USA	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	VII	--	52,0	49,8
15:45	USA	PMI dla usług - wstępny	pkt	VII	--	51,0	47,9
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	VI	724	700	676

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	586	590	570	646
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,720	1,800	1,861	1,989	2,116	2,265	2,249	2,418
PKB per capita (USD)	14,200	12,421	12,288	13,734	15,262	15,354	14,883	16,861
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	9,0	8,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-4,0	4,7
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-13,1	16,1
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-2,1	4,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-3,2	6,1
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-7,9	5,3
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-9,1	6,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,2	1,9
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,1	1,7
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	3,0	3,6
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,58	7,44	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	0,10	0,10
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,29	0,31
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,03	1,50	1,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,80	3,83	3,68
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,84	3,94	3,74
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,26	4,44	4,38
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,44	4,41
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-5,9	2,8	17,3	17,2
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	-8,3	-7,6
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-7,2	-6,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	43,8	54,3	57,0

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.