

## CitiWeekly

### Już po wyborach, wciąż jeszcze przed decyzją Fed

- Według szacunków Ipsos Prawo i Sprawiedliwość zdobyło w wyborach parlamentarnych 232 spośród 460 mandatów, uzyskując w ten sposób samodzielną większość. Ostateczne wyniki mogą się jeszcze zmienić, jednak obecnie ryzyko długotrwałych negocjacji koalicyjnych wydaje się mniejsze niż sugerowały to ubiegłotygodniowe sondaże.
- Z punktu widzenia konsekwencji dla polityki gospodarczej, kluczowe znaczenie ma istnienie reguł fiskalnych. Tak długo jak one obowiązują możliwości znacznego zwiększenia deficytu budżetowego oraz wydatków są ograniczone.
- Najważniejszym wydarzeniem na międzynarodowych rynkach finansowych będzie środowe posiedzenie amerykańskiego banku centralnego. Tym razem nie oczekujemy zmian parametrów polityki pieniężnej Fed – do ich zmiany prawdopodobnie dojdzie dopiero na wiosnę 2016 r.
- Spośród danych opublikowanych w minionym tygodniu sprzedaż detaliczna ponownie zaskoczyła negatywnie, rosnąc w ujęciu realnym o zaledwie 2,9% r/r. Był to efekt przede wszystkim słabszej sprzedaży samochodów oraz paliw.
- Na tle sprzedaży zdecydowanie lepiej wypadła produkcja przemysłowa, która wzrosła o 4,1% r/r.
- Po ostatnich danych szacujemy, że wzrost PKB ustabilizował się w okolicach 3,3%. Dostrzegamy jednak ryzyko po stronie słabszego wyniku z powodu niepewności dotyczącej przyszłego popytu w Chinach oraz kształtu polityki fiskalnej.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

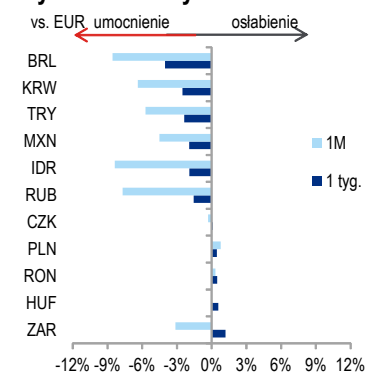
piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

#### Wykres 1. Zmiany kursów walut



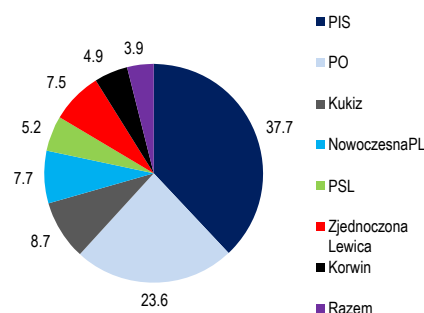
Według stanu na dzień 23.10.2015 r.  
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

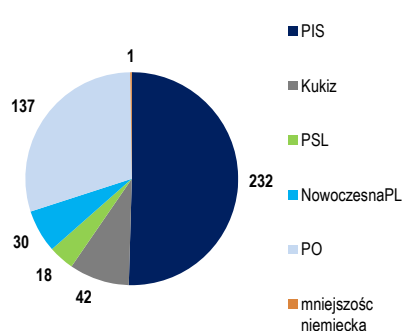
|          | €/zł | \$/zł | £/zł | €/€  | NBP  | EBC  | WIBOR 3M | 10L Bund | 10L Treasuries |
|----------|------|-------|------|------|------|------|----------|----------|----------------|
| IV KW 15 | 4,22 | 3,69  | 5,86 | 1,14 | 1,50 | 0,05 | 1,74     | 0,50     | 2,15           |
| IV KW 16 | 4,06 | 3,76  | 5,89 | 1,08 | 1,75 | 0,05 | 1,98     | 0,80     | 2,30           |

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 21.10.2015 r.

Wykres 2. Wyniki sondażowe wyborów parlamentarnych z 90% komisji



Wykres 3. Szacowany podział mandatów



#### Spis treści

|                        | Nr str. |
|------------------------|---------|
| - Podsumowanie         | 1       |
| - Kalendarz publikacji | 2       |
| - Zapowiedź tygodnia   | 2       |
| - Miniony tydzień      | 2       |
| - Tabela z prognozami  | 5       |

## Kalendarz publikacji

| Godz. publikacji           | Kraj | Informacja                            | Jednostka | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|----------------------------|------|---------------------------------------|-----------|-------|---------------|-------------------|--------------------|
| <b>26 paź PONIEDZIAŁEK</b> |      |                                       |           |       |               |                   |                    |
| 10:00                      | DE   | Indeks Ifo                            | pkt       | X     | 107,2         | 107,8             | 108,5              |
| 16:00                      | USA  | Sprzedaż nowych domów                 | tys.      | IX    | 550           | 550               | 552                |
| <b>27 paź WTOREK</b>       |      |                                       |           |       |               |                   |                    |
| 14:30                      | USA  | Zamówienia na dobra trwale            | % m/m     | IX    | -3,4          | -1,3              | -2,0               |
| 15:00                      | USA  | Indeks S&P Case-Shiller               | % r/r     | VIII  | -             | 5,1               | 5,0                |
| 15:45                      | USA  | Indeks PMI dla usług                  | pkt       | X     | -             | -                 | 55,1               |
| 16:00                      | USA  | Zaufanie konsumentów                  | pkt       | X     | 104,0         | 102,9             | 103,0              |
| <b>28 paź ŚRODA</b>        |      |                                       |           |       |               |                   |                    |
| 08:00                      | DE   | Indeks nastrojów konsumentów Gfk      | pkt       | XI    | 9,5           | 9,4               | 9,6                |
| 20:00                      | USA  | Decyzja Fed                           | %         | X     | 0,25          | 0,25              | 0,25               |
| <b>29 paź CZWARTEK</b>     |      |                                       |           |       |               |                   |                    |
| 11:00                      | EA   | Indeks nastrojów gospodarczych        | pkt       | X     | -             | 105,2             | 105,6              |
| 14:30                      | USA  | Liczba nowych bezrobotnych            | tys.      | tyg.  | 265,0         | 262,0             | 259                |
| 16:00                      | USA  | Wstępna sprzedaż domów                | tys.      | tyg.  | -             | 1,0               | -1,4               |
| <b>30 paź PIĄTEK</b>       |      |                                       |           |       |               |                   |                    |
| 14:30                      | USA  | Wydatki osobiste                      | %         | IX    | -0,1          | 0,2               | 0,4                |
| 14:30                      | USA  | Dochody osobiste                      | %         | IX    | 0,2           | 0,2               | 0,3                |
| 16:00                      | USA  | Indeks nastrojów konsumentów Michigan | pkt       | X     | -             | 92,5              | 92,1               |

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

## Zapowiedź tygodnia

### Fed

**Nie oczekujemy zmian parametrów polityki pieniężnej Fed na posiedzeniu w tym tygodniu.** Zapis dyskusji z ostatniego posiedzenia FOMC (*minutes*) pokazały, że Fed opóźnił pierwszą podwyżkę stóp procentowych, gdyż chciał być pewny, że średnio-terminowy cel inflacyjny zostanie zrealizowany. Analitycy Citi oczekują, że do podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych dojdzie dopiero na wiosnę 2016 r.

## Miniony tydzień

### Wybory parlamentarne

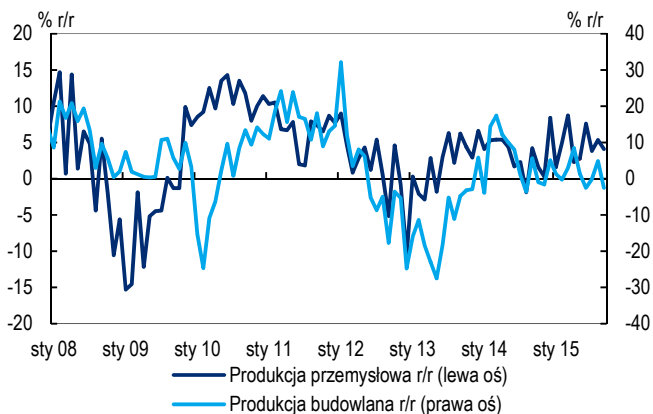
**Według szacunków Ipsos (*late poll* oparty na 90% badanych komisji) Prawo i Sprawiedliwość zdobyło w wyborach parlamentarnych 232 spośród 460 mandatów,** uzyskując w ten sposób samodzielną większość. Ostateczne wyniki mogą się jeszcze zmienić, szczególnie gdyby prób 5% został przekroczony przez partię Korwin. Niemniej wynik ten daje zwycięskiej partii na tyle silną pozycję w parlamencie, że ryzyko

długotrwałych negocjacji koalicyjnych oraz niestabilności rządowej wydaje się teraz mniejsze niż sugerowały to ubiegłotygodniowe sondaże.

**Dla rynków najważniejsze pytanie to: co dalej?** Według Konstytucji Prezydent zwołuje w ciągu 30 dni od wyborów pierwsze posiedzenie Sejmu i w ciągu 14 dni powołuje Prezesa Rady Ministrów wraz z pozostałymi członkami Rady Ministrów. Premier ma dwa tygodnie na uzyskanie od Sejmu wotum zaufania. Jeżeli to się nie uda, Sejm przejmuje inicjatywę i w ciągu 14 dni wybiera premiera. Jeżeli i ten etap nie zakończy się sukcesem, inicjatywa wraca do prezydenta. W praktyce oznacza to, że nawet „szybkie” powołanie rządu może zająć 1-2 miesiące.

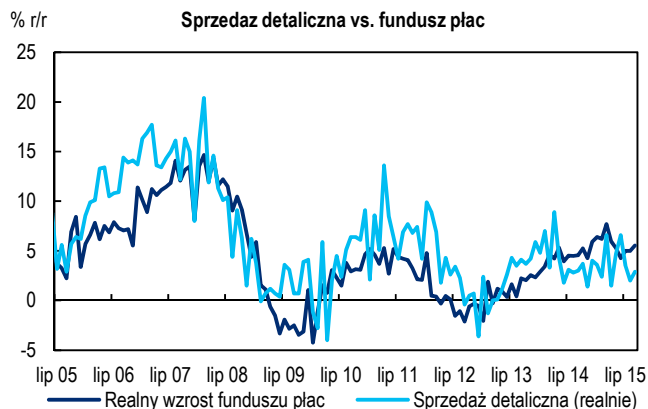
**Z punktu widzenia konsekwencji wyborów dla polityki gospodarczej, kluczowe znaczenie ma istnienie reguł fiskalnych.** Tak długo jak one obowiązują możliwości znacznego zwiększenia deficytu budżetowego oraz wydatków są ograniczone. Dlatego naszym zdaniem kluczowym sygnałem dla inwestorów będzie stosunek nowego rządu do reguł fiskalnych – jeżeli pojawią się poważne próby ich wyeliminowania lub osłabienia, byłby to sygnał zapowiadający znaczne rozluźnienie polityki budżetowej. Z kolei w przypadku polityki pieniężnej „plan minimum”, to bardzo łagodna retoryka ze strony przedstawicieli nowej Rady Polityki Pieniężnej, której członkowie zostaną powołani w styczniu i lutym. Nie można również już wykluczyć scenariusza w którym nowa RPP zdecydowałaby się na obniżki stóp procentowych lub inny sposób łagodzenia polityki pieniężnej.

Wykres 4. Produkcja przemysłowa i budowlana spowolniły.



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Wykres 5. Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył znacznie mniej niż oczekiwano



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

## Sprzedaż detaliczna

**Sprzedaż detaliczna ponownie zaskoczyła negatywnie**, rosnąc w ujęciu realnym o zaledwie 2,9% r/r, przede wszystkim na skutek słabszej sprzedaży samochodów oraz paliw. Po wyeliminowaniu tych dwóch grup towarów oraz żywności, sprzedaż przyspieszyła do 3,2%. Z kolei sprzedaż dóbr trwałego użytku wzrosła o 12,3%. Powtarzające się negatywne niespodzianki – następujące pomimo poprawiającej się sytuacji na rynku pracy – mogą świadczyć o tym, że rosnące dochody są przeznaczane na zakup usług lub na towary sprzedawane w małych sklepach (transakcje te nie są obejmowane przez dane GUS o sprzedaży detalicznej).

## Produkcja

**Na tle sprzedaży zdecydowanie lepiej wypadła produkcja przemysłowa, która wzrosła o 4,1% r/r.** Był to słabszy wynik niż miesiąc wcześniej, ale spowolnienie wynikało z niekorzystnych efektów kalendarzowych, podczas gdy produkcja po wyeliminowaniu różnic w liczbie dni roboczych przyspieszyła. Co prawda w całym III kwartale produkcja przemysłowa wzrosła nieco szybciej niż w II kw., jednak nie był to wynik który wystarczyłby do zapewnienia szybszego wzrostu całego PKB. Po ostatnich danych szacujemy, że wzrost PKB ustabilizował się w okolicach 3,3% r/r. Dostrzegamy jednak ryzyko po stronie słabszego wyniku z powodu niepewności dotyczącej przyszłego popytu w Chinach oraz kształtu polityki fiskalnej.

## EBC najprawdopodobniej rozszerzy program skupu aktywów

**EBC zasugerował na październikowym posiedzeniu, że może zmodyfikować program skupu aktywów już w grudniu.** Wówczas EBC będzie dysponował nowym zestaw prognoz makroekonomicznych, które najprawdopodobniej zostaną ponownie zrewidowane w dół zarówno jeśli chodzi o wzrost jak i inflację. Część z członków Rady EBC sugerowała rozszerzenie programu już na październikowym posiedzeniu, ale nie uzyskali oni większości. Komunikat EBC podkreślał ryzyka w dół dla inflacji oraz dla wzrostu, podobnie jak we wrześniu. Poza wydłużeniem i zwiększeniem programu skupu aktywów EBC rozważy dalsze obniżenie stopy depozytowej. Zdaniem ekonomistów Citi ta ostatnia opcja zostałaby zrealizowana w przypadku znacznego umocnienia euro.

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 6. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

|                                              | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015P | 2016P |
|----------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>               |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Nominalny PKB (mld USD)                      | 439   | 477   | 525   | 496   | 526   | 549   | 478   | 487   |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)   | 1,362 | 1,437 | 1,554 | 1,616 | 1,663 | 1,729 | 1,786 | 1,884 |
| PKB per capita (USD)                         | 11508 | 12382 | 13626 | 12879 | 13667 | 14270 | 12435 | 12685 |
| Populacja (mln)                              | 38,2  | 38,5  | 38,5  | 38,5  | 38,5  | 38,5  | 38,4  | 38,4  |
| Stopa bezrobocia (%)                         | 12,1  | 12,4  | 12,5  | 13,4  | 13,4  | 11,5  | 10,1  | 10,9  |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>                 |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                    | 2,6   | 3,7   | 4,8   | 1,8   | 1,6   | 3,4   | 3,6   | 3,3   |
| Inwestycje (% r/r)                           | -12,7 | 9,7   | 12,2  | -4,3  | -3,5  | 11,4  | 5,4   | 6,1   |
| Spożycie ogółem (% r/r)                      | 3,5   | 2,8   | 1,7   | 0,7   | 1,4   | 3,4   | 2,9   | 3,0   |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)              | 3,4   | 2,7   | 3,0   | 1,0   | 1,2   | 3,1   | 3,1   | 3,3   |
| Eksport (% r/r)                              | -6,3  | 12,9  | 7,9   | 4,3   | 4,8   | 5,7   | 6,2   | 5,8   |
| Import (% r/r)                               | -12,4 | 14,0  | 5,5   | -0,6  | 1,8   | 9,1   | 5,8   | 6,6   |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>               |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Inflacja CPI (% r/r)                         | 3,5   | 3,1   | 4,6   | 2,4   | 0,7   | -1,0  | 0,4   | 1,8   |
| Inflacja CPI (% średnia)                     | 3,5   | 2,6   | 4,3   | 3,7   | 0,9   | 0,0   | -0,8  | 1,5   |
| Place nominalne (% r/r)                      | 4,2   | 3,6   | 4,9   | 3,5   | 2,6   | 3,8   | 3,7   | 4,5   |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)     | 3,50  | 3,50  | 4,50  | 4,25  | 2,50  | 2,00  | 1,50  | 1,75  |
| WIBOR1M, (% koniec okresu)                   | 4,27  | 3,95  | 4,99  | 4,11  | 2,71  | 3,66  | 1,74  | 1,98  |
| Rentowność obligacji 10-letnich              | 6,24  | 6,07  | 5,91  | 3,73  | 4,34  | 2,52  | 2,60  | 3,60  |
| USD/PLN (Koniec okresu)                      | 2,86  | 2,95  | 3,40  | 3,10  | 3,01  | 3,52  | 3,73  | 3,86  |
| USD/PLN (Średnia)                            | 3,10  | 3,01  | 2,96  | 3,26  | 3,16  | 3,15  | 3,74  | 3,87  |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                      | 4,11  | 3,96  | 4,42  | 4,09  | 4,15  | 4,26  | 4,20  | 4,06  |
| EUR/PLN (Średnia)                            | 4,33  | 3,99  | 4,12  | 4,19  | 4,20  | 4,18  | 4,17  | 4,10  |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>            |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Rachunek bieżący                             | -17,3 | -26,2 | -27,0 | -17,6 | -6,9  | -7,0  | 0,6   | -17,3 |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)              | -3,9  | -5,5  | -5,1  | -3,6  | -1,3  | -1,3  | 0,1   | -3,9  |
| Saldo handlu zagranicznego                   | -10,2 | -13,8 | -17,4 | -9,2  | 0,8   | -2,2  | 3,7   | -10,2 |
| Eksport                                      | 133,1 | 156,3 | 184,2 | 181,0 | 197,8 | 208,6 | 183,5 | 133,1 |
| Import                                       | 143,3 | 170,1 | 201,6 | 190,2 | 196,9 | 210,8 | 179,8 | 143,3 |
| Saldo usług                                  | 4,8   | 3,1   | 7,3   | 8,0   | 10,5  | 12,0  | 9,9   | 4,8   |
| Saldo dochodów                               | -12,7 | -16,5 | -18,0 | -16,2 | -17,7 | -16,3 | -12,9 | -12,7 |
| Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto    | 8,8   | 6,9   | -14,0 | -6,6  | -2,8  | -8,1  | -10,0 | 8,8   |
| Rezerwy międzynarodowe                       | 73,4  | 86,3  | 89,7  | 100,3 | 99,3  | 94,1  | 94,1  | 73,4  |
| Amortyzacja                                  | 46,9  | 44,1  | 39,1  | 47,2  | 49,9  | 58,2  | 56,3  | 46,9  |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>             |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)    | -2,8  | -2,8  | -2,8  | -2,8  | -2,8  | -2,8  | -2,8  | -2,8  |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicznych | -1,0  | -1,0  | -1,0  | -1,0  | -1,0  | -1,0  | -1,0  | -1,0  |
| Dług publiczny (Polska metodologia)          | 49,1  | 49,1  | 49,1  | 49,1  | 49,1  | 49,1  | 49,1  | 49,1  |

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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](mailto: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.*