

CitiWeekly

Oczekujemy stabilizacji wzrostu PKB w III kw.

- W tym tygodniu aktywność na rynkach będzie mniejsza w związku z dniem wolnym w połowie tygodnia zarówno w Polsce jak i USA.
- Pod koniec tygodnia poznamy wstępny odczyt PKB za III kwartał. Zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami wzrost gospodarczy podobnie jak w II kw. wyniósł 3,3% r/r i był napędzany popytem krajowym, podczas gdy kontrybucja eksportu netto najprawdopodobniej była negatywna.
- Ponadto oczekujemy poprawy na rachunku obrotów bieżących w nieco większej skali niż zakłada rynek, głównie za sprawą poprawy salda handlowego i usług.
- GUS poda także szczegółowe rozbięcie danych o inflacji, która według wstępnego odczytu pozostała na poziomie -0,8% r/r. Możliwe, że wpływ suszy na ceny żywności był mniejszy niż spodziewaliśmy się kilka miesięcy temu.
- Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie, a komunikat pozostał w nieco gołęmb tonie. Ponadto NBP zrewidował w dół prognozy inflacji i PKB. Prezes NBP powiedział także, że obecnie obniżki stóp procentowych, które wycenia rynek, są niepotrzebne w związku z tym, że inflacja jest w trendzie rosnącym, a wzrost gospodarczy pozostaje powyżej potencjału. Chociaż zgadzamy się z prezesem NBP, że obniżki nie są niezbędne to jednocześnie uważamy, że są prawdopodobne biorąc pod uwagę zmianę składu Rady w I kw. 2016 r.
- Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA za październik okazały się znacznie lepsze od oczekiwań i przyczyniły się do zwiększenia oczekiwań na podwyżkę stóp w USA w grudniu oraz do umocnienia dolara. Ekonomisci Citi są zdania, że warunki do podwyżki stóp istnieją już od września, a dane z rynku pracy zwiększają szansę na podwyżkę w grudniu to jednak biorąc pod uwagę niespójność w zachowaniu Fed nie zmieniają swoich oczekiwań na rozpoczęcie zacieśniania polityki pieniężnej w marcu przyszłego roku.

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 Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 21.10.2015 r.

Wykres 2. Oczekujemy stabilizacji tempa wzrostu w III kw. na poziomie 3,3% r/r.



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

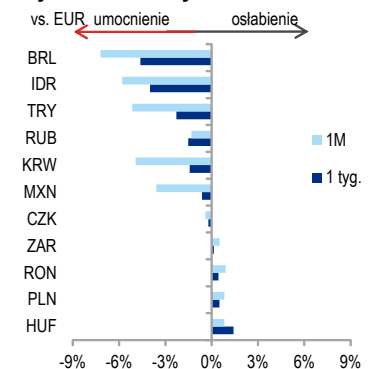
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 6.11.2015 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	6

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
9 lis PONIEDZIAŁEK							
08:00	DE	Eksport	%	IX	--	2.1	-5.2
10 lis WTOREK							
	EA	Spotkanie Ecofinu					
11 lis ŚRODA							
	PL	Dzień Niepodległości					
	USA	Dzień Weterana					
	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	X	10.9	--	10.9
	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	X	6.1	--	5.7
15:15	EMU	Wystąpienie M. Dragiego					
12 lis CZWARTEK							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	--	--	-0.5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	--	276.0
13 lis PIĄTEK							
09:00	DE	PKB	% r/r	III kw.	--	--	1.6
10:00	PL	PKB	% r/r	III kw.	3.3	3.3	3.3
11:00	EA	PKB	% r/r	III kw.	--	--	1.5
14:00	PL	Inflacja	% r/r	X	-0.8	-0.8	-0.8
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	mIn EUR	X	-384	-416	-864
14:00	PL	Eksport	mIn EUR	X	15049	15052	14705
14:00	PL	Import	% m/m	X	14692	14705	12855
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	mIn EUR	X	--	--	-1.1
14:30	USA	PPI	% m/m	X	--	--	-0.5
16:00	USA	Indeks Michigan	pkt	XI	--	--	90.0

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

Zapowiedź tygodnia

PKB

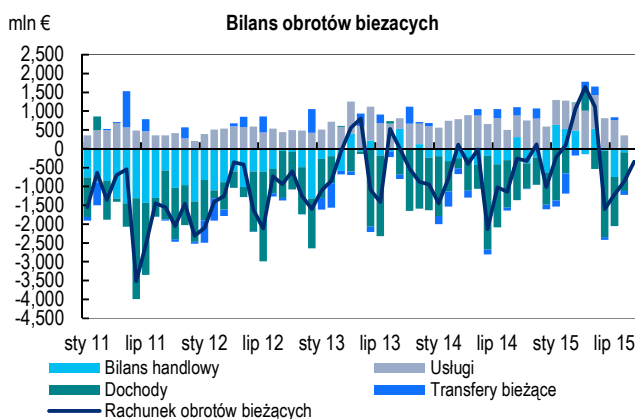
Najbliższa publikacja danych o PKB nie będzie zawierała szczegółowego rozbitcia, tylko pierwszy szacunek samego wzrostu gospodarczego. Według naszych prognoz wyniósł on w III kwartale około 3,3%, a więc tyle samo co w II kwartale. Pomimo słabszych wyników sprzedaży detalicznej w ostatnich miesiącach, spodziewamy się wzrostu konsumpcji na poziomie około 3% dzięki szybko rosnącemu popytowi na usługi oraz sprzedaży w mniejszych sklepach (nie objętych statystyką sprzedaży detalicznej). Spodziewamy się również niewielkiej poprawy w

inwestycjach. Dokładne dane o PKB zostaną opublikowane dopiero 30 listopada.

Bilans płatniczy

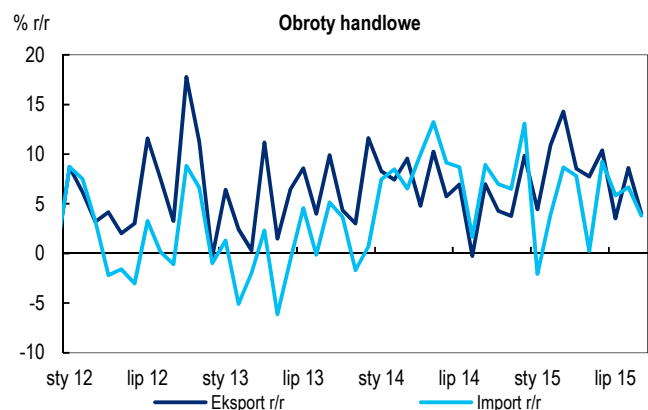
Spodziewamy się zmniejszenia deficytu w rachunku obrotów bieżących do 384 mln euro we wrześniu, wobec -864 mln euro w sierpniu. Na podstawie dostępnych danych o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej oczekujemy, że zarówno eksport jak i import wyhamowały we wrześniu, co zapewne doprowadziło do poprawy salda handlowego. Spodziewamy się również poprawy w saldzie usług i jednoczesnego pogorszenia salda dochodów pierwotnych (na skutek mniejszych transferów z UE).

Wykres 3. Bilans obrotów bieżących



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. Eksport i import



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Inflacja

Wstępne szacunki GUS wskazują, że ceny towarów i usług konsumpcyjnych spadły w październiku o 0,8% r/r, a więc w tym samym tempie co we wrześniu. Wbrew naszym i rynkowym oczekiwaniom deflacja na razie nie wygasa. Chociaż GUS nie opublikował jeszcze szczegółowych danych (nastąpi to dopiero 13 listopada), przypuszczamy, że za niespodziankę mogły odpowiadać ceny żywności.

Po uwzględnieniu październikowych danych w naszym modelu, najnowsze prognozy wskazują na zaledwie +0,1% r/r wzrost cen w grudniu. Biorąc pod uwagę dotychczasowe tendencje, nie można wykluczyć, że na koniec roku inflacja mogłaby wciąż pozostać nieznacznie poniżej zera. Niezależnie od grudniowego wyniku, od początku roku wskaźnik CPI powinien wyraźnie wzrosnąć, pod wpływem bardzo niskiej bazy ze stycznia 2015 r., kiedy odnotowano wyjątkowo głębokie spadki cen paliw. Nasza prognoza zakłada stromą ścieżkę wzrostową inflacji, która powinna wynieść wskaźnik CPI ponad 1,5% w trakcie przyszłego roku.

RPP

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, a bank centralny obniżył prognozy wzrostu PKB oraz inflacji.

Według nadal gołębiego komunikatu Rada oczekuje powolnego wzrostu inflacji za sprawą stopniowego domykania się luki popytowej, ale także podkreśliła ryzyko głębszego spowolnienia wzrostu PKB w krajach rozwijających się oraz utrzymania się cen surowców na niskich poziomach przez dłuższy czas. Ponadto, RPP zauważyła, że presja inflacyjna jest niska za sprawą umiarkowanej presji płacowej oraz popytu krajowego. Jednocześnie nowe projekcje inflacji oraz PKB zostały zrewidowane w dół (Wykresy 5-8) poniżej naszych prognoz. Projekcje zakładają obecnie, że inflacja nie powróci do celu NBP przed 2018 rokiem, podczas gdy wzrost PKB najprawdopodobniej pozostanie powyżej potencjału w horyzoncie projekcji.

Tabela 2. NBP obniżył prognozę inflacji ...

	2015	2016	2017
Marzec 2015	-0,5	0,9	1,2
Lipiec 2015	-0,8	1,5	1,6
Listopad 2015	-0,9	1,1	1,6

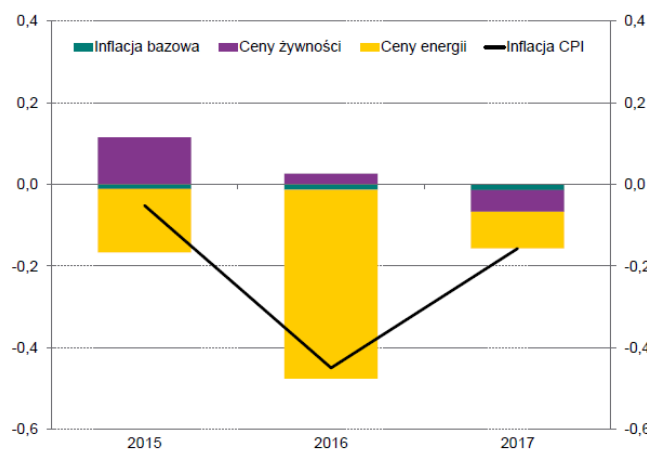
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Tabela 3. ... oraz PKB

	2015	2016	2017
Marzec 2015	3,4	3,3	3,5
Lipiec 2015	3,6	3,4	3,6
Listopad 2015	3,4	3,3	3,5

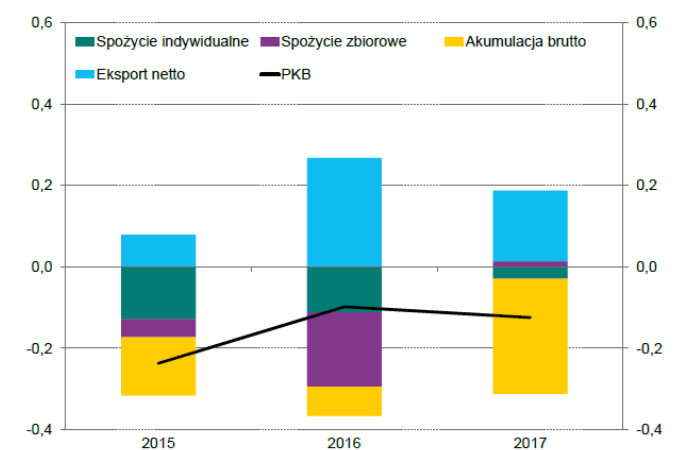
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 5. Projekcja inflacji niższa za sprawą cen energii



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 6. ... a projekcja PKB za sprawą niższego popytu krajowego



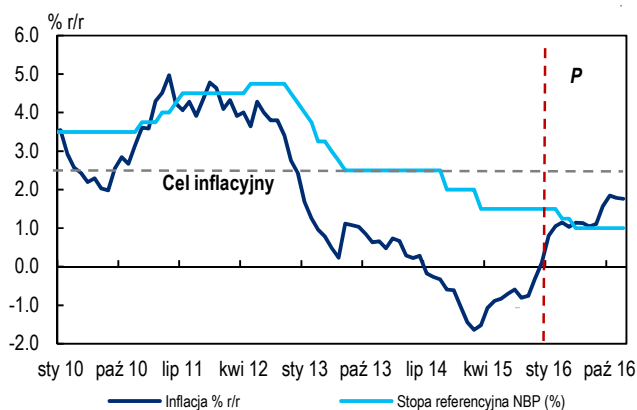
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Oczekujemy, że nowa Rada najprawdopodobniej obniży stopy procentowe o 50 pb w I poł. 2016 r. Rezultat wyborów zwiększył szanse na obniżki stóp procentowych, o czym świadczą wypowiedzi przedstawicieli PiS o tym, że wśród członków Rady najchętniej widzieliby osoby gotowe i chętne do obniżek stóp procentowych. Niedawna negatywna niespodzianka we wstępnym szacunku za październik, obniżone prognozy inflacji i PKB przez NBP z ryzykiem w dół dostrzeganym przez Radę wspierają nasz scenariusz. Niemniej jednak podobnie jak szef banku centralnego uważamy, że obecnie obniżki stóp procentowych oraz dodatkowy program stymulacyjny dla gospodarki nie są potrzebne i nie byłyby efektywne.

Sądzymy, że obligacje umocnią się a krzywa rentowności pozostanie stroma. Lokalne czynniki, jak oczekiwania na łagodzenie polityki pieniężnej oraz spadek premii za ryzyko polityczne oraz czynniki zewnętrzne jak rozszerzenie programu QE przez EBC będą wspierać obligacje w następnych miesiącach. Jednak naszym zdaniem krótki koniec krzywej będzie korzystał w większym stopniu, podczas gdy spadek rentowności na długim końcu będzie ograniczony przez znaczny wzrost inflacji oczekiwany

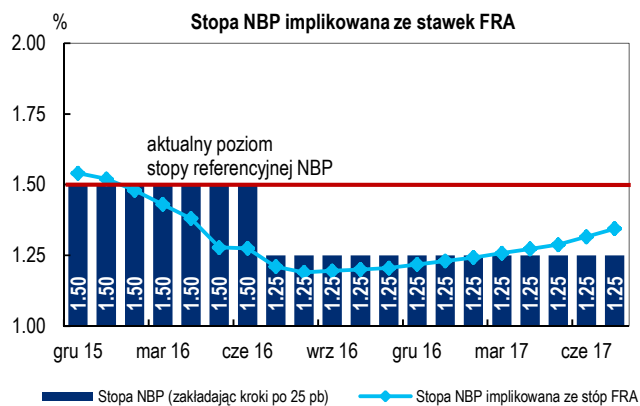
na początku 2016 r. do 1% r/r w I kw. 2016 r. wobec -0,3% w IV kw 2015 r. Wpływ na obligacje długoterminowe będzie zależał od środków jakie podejmie nowa Rada oraz od ewentualnych zmian w polityce fiskalnej.

Wykres 7. Nowa RPP może zdecydować się na kolejne obniżki stóp ...



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 8. ... co częściowo wycenia rynek



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 6. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	500	524	546	472	495
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,629	1,656	1,719	1,776	1,873
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,983	13,615	14,197	12,298	12,897
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
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2,6	3,7	5,0	1,6	1,6	3,3	3,6	3,3
Inwestycje (% r/r)	-12,7	9,7	12,8	-3,9	-5,8	12,6	5,4	6,1
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	2,8	2,0	0,5	0,7	3,1	2,9	3,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,4	2,7	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,3
Eksport (% r/r)	-6,3	12,9	7,9	4,6	6,1	6,4	6,2	5,8
Import (% r/r)	-12,4	14,0	5,8	-0,3	1,7	10,0	5,8	6,6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	-1,0	0,2	1,8
Inflacja CPI (% średnia)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,8	1,4
Plące 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	1,00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	3,66	1,68	1,22
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	3,69	3,76
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,76	3,78
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,22	4,06
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,11
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17,3	-25,8	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-2,7	-8,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,9	-5,4	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,6	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-10,2	-13,8	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	1,9	-3,3
Eksport	133,1	156,3	184,2	181,0	198,1	210,4	185,1	186,5
Import	143,3	170,1	201,6	190,2	198,5	214,7	183,2	189,8
Saldo usług	4,8	3,1	7,3	8,0	10,1	11,4	9,3	9,6
Saldo dochodów	-12,7	-16,5	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,9	-14,0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8,8	6,9	-14,0	-6,6	-3,4	-8,1	-10,0	-11,0
Rezerwy międzynarodowe	73,4	86,3	89,7	100,3	99,3	94,1	94,1	94,1
Amortyzacja	46,9	44,1	39,1	47,2	49,9	58,2	56,3	51,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7,4	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-2,8	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4,6	-5,1	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-1,0	-1,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	49,8	52,0	52,5	51,6	53,3	47,9	49,1	49,5

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

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 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.