

CitiWeekly

Przebudzenie Mocy

- Może trudno w to uwierzyć, ale ekscytacja premierą Gwiezdných Wojen musiała dotrzeć nawet do GUS. Najnowsze dane z polskiej gospodarki pokazały bowiem istne przebudzenie mocy, którego nie powstrzyma nawet batalion szturmowców. Lepsze od oczekiwań okazały się wyniki produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej, a rynek pracy wydaje się być w niezmiennie dobrej kondycji. Pozostaje mieć nadzieję, że żaden z Bothan nie ucierpiał aby zdobyć te informacje.
- Moc w amerykańskiej gospodarce wyczuł także Fed, który przebudził się po 7 latach utrzymywania stóp procentowych na rekordowo niskim poziomie i podwyższył je o 25 pb. Reakcja rynków finansowych była stosunkowo pozytywna, a kwestia podwyżek stóp w USA została „odczarowana”. Według ekonomistów Citi kolejne podwyżki stóp w Stanach Zjednoczonych będą stopniowe i wolniejsze niż tempo przewidziane w projekcji Fed. Z kolei w przypadku strefy euro, naszym zdaniem EBC najprawdopodobniej będzie łagodził politykę pieniężną, co powinno sprzyjać umocnieniu dolara wobec euro w stronę parytetu (1,0)
- Poniższy raport jest już ostatnim w tym roku i do oceny polskiej gospodarki wrócimy dopiero na początku stycznia. Wszystko jednak wskazuje, że nowy rok rozpoczniemy z szybkim wzrostem gospodarczym i niższą od dotychczasowych prognoz inflacją. Temat obniżek stóp procentowych może jeszcze powracać, choć ryzyko cięć wydaje się teraz mniejsze niż kilka tygodni temu sądzono
- Przy tej okazji chcielibyśmy złożyć Państwu serdeczne życzenia z okazji Świąt oraz Nowego Roku. Do zobaczenia w styczniu!

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

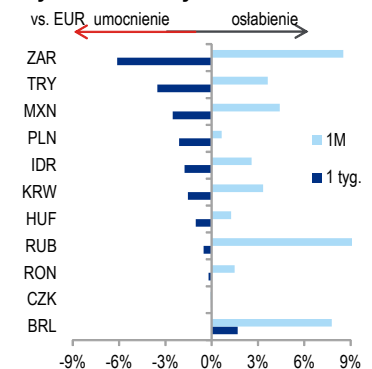
Według stanu na dzień 18.12.2015 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 16	4,19	4,07	6,07	1,03	1,25	0,05	1,32	0,20	2,20
I KW 17	4,05	3,95	5,87	1,02	1,25	0,05	1,66	0,50	2,33

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 30.11.2015 r.

Wykres 2. Kolejne dane zaskoczyły pozytywnie co jest zgodne z naszym szacunkiem przyspieszenia wzrostu gospodarczego w IV kw. do 3,6% z 3,5% w III kw.



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy, prognoza Citi oznacza średni poziom stóp w danym roku.

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
21 gru PONIEDZIAŁEK							
16:00	EA	Zaufanie konsumentów	Pkt	XII		-5.9	-5.9
22 gru WTOREK							
08:00	DE	Indeks zaufania konsumentów GfK	Pkt	XI	--	9.3	9.3
14:00	USA	PKB	% kw/kw ann	III kw.	--	2.1	2.1
16:00	USA	Sprzedaż domów	Mln	XI	--	5.4	5.4
23 gru ŚRODA							
14:30	USA	Dochody osobiste	% m/m	XI	--	0.2	0.4
14:30	USA	Wydatki osobiste	% m/m	XI	--	0.3	0.1
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	XI	--	-0.7	3.0
14:30	USA	Indeks nastrojów konsumentów Michigan	pkt	XI	--	92.9	91.8
14:30	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	XI	--	--	0.495
24 gru CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	--	271
25 gru PIĄTEK							
	INT	Boże Narodzenie					

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

Miniony tydzień

Spokojna reakcja rynków na podwyżkę stóp przez Fed

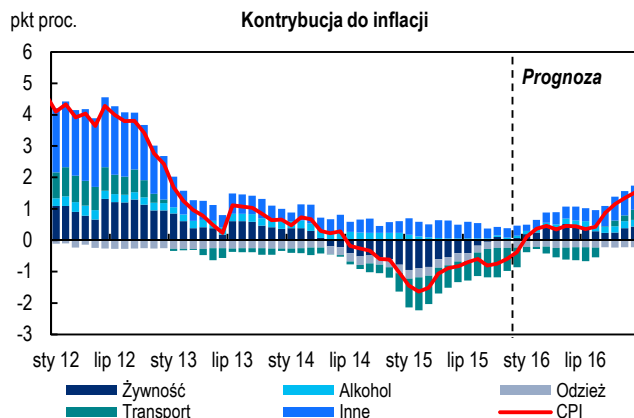
Fed podwyższył na grudniowym posiedzeniu stopy procentowe o 25 pb, a decyzja była zgodna z oczekiwaniami zdecydowanej większości uczestników rynku. Co prawda amerykański bank centralny zapowiedział dalsze stopniowe podwyżki stóp, jednak sformułowania użyte w komunikacie sugerują, że nie będą one zbyt szybkie. Prognozowana ścieżka stóp procentowych przez poszczególnych członków FOMC lekko się obniżyła, a ekonomiści Citi wciąż zakładają, że zacieśnianie polityki pieniężnej będzie jeszcze wolniejsze (dwie podwyżki stóp w 2016 r., dwie kolejne w 2017 r. oraz trzy podwyżki w 2018 r.). Kwestia reakcji rynków na pierwszą podwyżkę stóp po tak długim okresie utrzymywania ich na obniżonym poziomie została w końcu „odczarowana”. Rynki miały odpowiednio dużo czasu na przygotowanie się do takiego ruchu i zarówno sama decyzja, jak i niezbyt jastrzębi komunikat Fed zostały pozytywnie odebrane przez rynki finansowe.

Niższa inflacja za sprawą cen żywności

Inflacja w Polsce wzrosła w listopadzie jedynie do -0,6% r/r z -0,7% we wrześniu, co było poniżej wstępnego szacunku GUS (-0,5%). Tym samym potwierdziły się nasze obawy o których wcześniej pisaliśmy – inflacja powraca do celu zdecydowanie wolniej niż wcześniej szacowano.

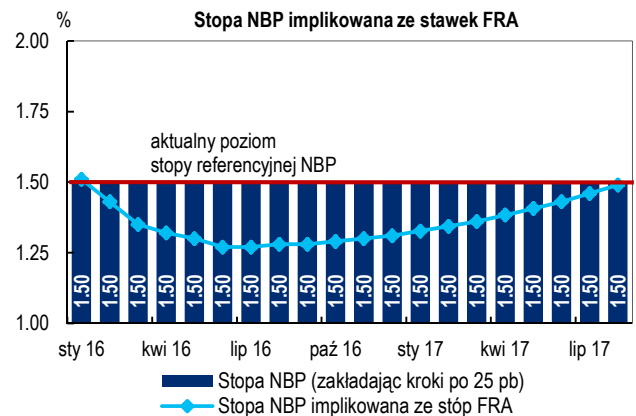
Oprócz cen żywności, wyjątkowo niska okazała się również dynamika cen w transporcie, komunikacji oraz rekreacji i kulturze. Biorąc pod uwagę ostatnie niespodzianki w przypadku inflacji oraz najnowsze dane o cenach żywności z Ministerstwa Rolnictwa, obniżyliśmy prognozowaną ścieżkę inflacji na kolejne miesiące. Obecnie oczekujemy, że ceny konsumentów spadną w grudniu o -0,4%, a w całym pierwszym kwartale inflacja wyniesie średnio +0,5% i do końca przyszłego roku wzrośnie do 1,7%.

Wykres 3. Inflacja wzrosła do -0,6% z -0,7%, nieco mniej niż oczekiwano



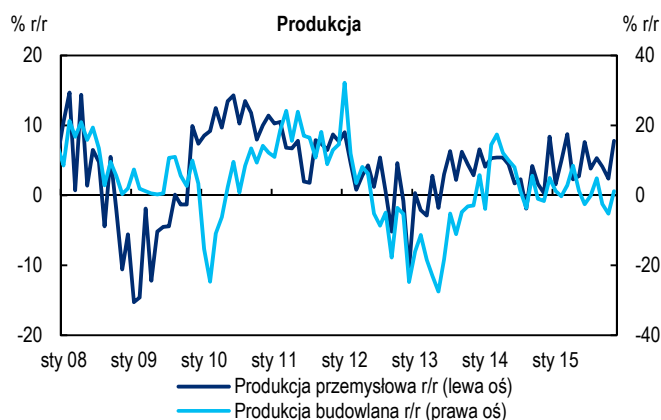
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 4. Rynek w coraz mniejszym stopniu wycenia obniżki stóp procentowych



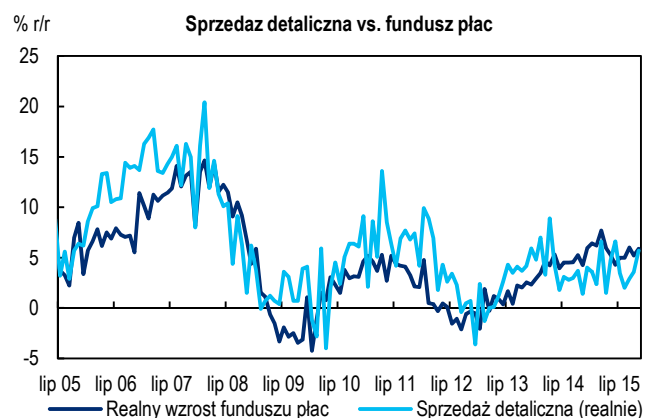
Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa i budowlana przyspieszyły i zaskoczyły pozytywnie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Lepsze od prognoz okazały się także dane z rynku pracy jak i sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Rynek pracy

Dane z rynku pracy za listopad zaskoczyły w górę i wspierają nasz pogląd, że konsumpcja prywatna pozostanie głównym motorem wzrostu w 2016 r. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyło do 1,2% r/r z 1,1% w październiku, co było powyżej konsensusu rynkowego (1,1%) oraz naszej prognozy (1,0%). To potwierdza utrzymanie wysokiego popytu na pracę. Jednocześnie wzrost płac przyspieszył do 4% r/r z 3,3% w październiku, co było nieznacznie powyżej rynkowego konsensusu na poziomie 3,9% i poniżej naszego szacunku 4,4%. W rezultacie biorąc pod uwagę wolniejszy wzrost inflacji realny wzrost funduszu płac przyspieszył w listopadzie do 5,9% r/r z 5,2%. Naszym zdaniem pozytywne tendencje na rynku pracy będą kontynuowane przy

stopniowym wzroście presji na podwyżki nominalnych płac przy domykającej się luce popytowej i rosnącej inflacji.

Mocne dane o produkcji i sprzedaży

Zarówno dane o produkcji przemysłowej i budowlanej, jak i dane o sprzedaży detalicznej zaskoczyły pozytywnie i okazały się wyższe od naszych prognoz przewyższających konsensus rynkowy. Same prognozy i tak były dosyć optymistyczne, gdyż zakładały pozytywny wpływ większej liczby dni roboczych oraz trwającego ożywienia gospodarczego. Fakt, że rzeczywistość okazała się lepsza od już wysokich prognoz, sugeruje, że wzrost w polskiej gospodarce nabiera szybkiego tempa. Jako pozytywny sygnał można również traktować to, że w przypadku sprzedaży detalicznej ożywienie odnotowano w sprzedaży dóbr trwałego użytku. Biorąc pod uwagę niezłe dane z rynku pracy oraz pozytywne odczyty wskaźników koniunktury, można przypuszczać, że korzystny trend w przypadku produkcji oraz sprzedaży będzie kontynuowany również w kolejnych miesiącach.

PKB prawdopodobnie przyspieszył w IV kw.

Biorąc pod uwagę dane o produkcji i sprzedaży w październiku oraz listopadzie, podtrzymujemy nasze oczekiwania zakładające niewielkie przyspieszenie PKB w IV kw. (do 3,6% z 3,5% w III kw). Naszym zdaniem wynikało ono z poprawy konsumpcji prywatnej przy lekkim ożywieniu inwestycji pod koniec roku. Jednak naszym zdaniem gospodarka zanotuje wolniejszy wzrost w I połowie roku, a ponownie przyspieszy dopiero w II połowie 2016 r. głównie za sprawą ożywienia konsumpcji (wzrost o ok. 5% r/r w II połowie roku) po wprowadzeniu dodatków na dzieci (program 500+). Spodziewamy się jedynie niewielkiego spowolnienia w całym 2016 r. do 3,3%, gdzie silnej konsumpcji prywatnej będzie towarzyszył słabszy wzrost inwestycji.

Obniżki stóp mniej prawdopodobne

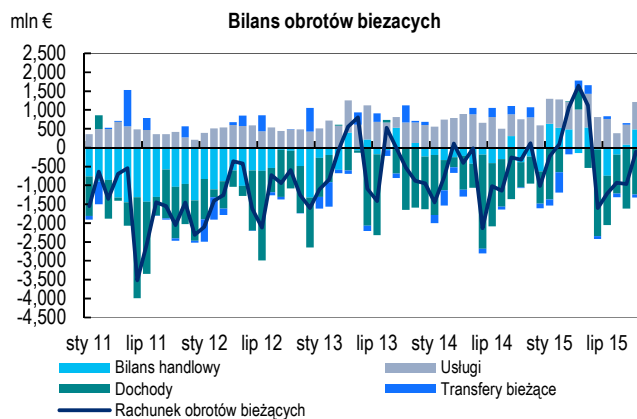
Naszym zdaniem mocne dane o aktywności niwelują częściowo niższą od oczekiwań ścieżkę inflacji. Gospodarka notuje relatywnie szybki wzrost PKB, któremu towarzyszy dobra koniunktura na rynku pracy, co najprawdopodobniej doprowadzi do domykania się luki popytowej w 2016 r., a następnie do wzrostu presji cenowej. Tak długo jak inflacja pozostaje poniżej celu członkowie Rady mogą jednak myśleć o obniżkach stóp procentowych. Z drugiej strony ostatnie komentarze potencjalnych kandydatów do nowej RPP sugerują, że nie zamierzają spieszyć się z łagodzeniem polityki pieniężnej. Biorąc to wszystko pod uwagę, w naszym scenariuszu wciąż zakładamy, że w 2016 roku stopy procentowe spadną, ale sądzimy też, że scenariusz ten stał się ostatnio nieco mniej prawdopodobny.

Bilans płatniczy wciąż w wyjątkowej równowadze

Deficyt obrotów bieżących w Polsce zmniejszył się bardziej niż oczekiwano głównie za sprawą większej poprawy w bilansie handlowym. Bilans obrotów bieżących za październik wyniósł 0,1 mld € wobec ok. 1 mld € we wrześniu. Dane NBP potwierdziły wcześniejsze sygnały z GUS i pokazały znaczną poprawę bilansu handlowego do ok. 0,5 mld € z 0,1 mld € we wrześniu. Nastąpiła również poprawa na rachunku

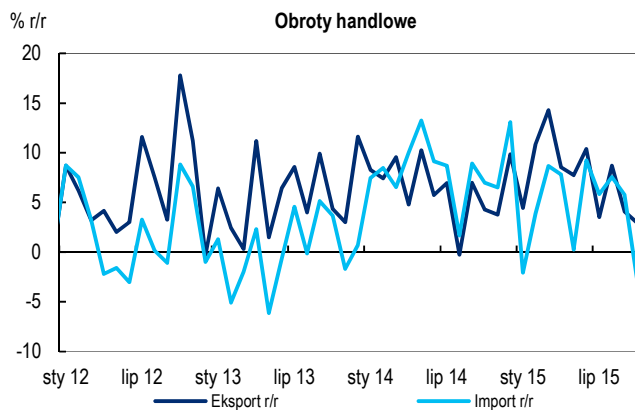
usług oraz na rachunku dochodów. Deficyt obrotów bieżących skumulowany za 12 miesięcy obniżył się naszym zdaniem w październiku do -0,5% PKB, ale napływ środków unijnych był mniejszy niż we wrześniu, tym samym suma bilansu obrotów bieżących i kapitałowych nieco się obniżyła do 1,6% PKB z 1,7%. Oczekujemy stabilizacji deficytu obrotów bieżących wokół poziomu -0,6% PKB do końca roku i stopniowego wzrostu w 2016 r. przy wciąż mocnym popycie krajowym.

Wykres 7. Oczekujemy spadku deficytu obrotów bieżących



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 8. ... przy głębszym spowolnieniu importu niż eksportu



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. 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	461	461
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,629	1,656	1,719	1,775	1,872
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,983	13,615	14,197	12,012	12,007
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	9.9	9.0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2.6	3.7	5.0	1.6	1.3	3.3	3.5	3.3
Inwestycje (% r/r)	-12.7	9.7	12.8	-3.9	-5.8	12.6	4.1	3.8
Spożycie ogółem (% r/r)	3.5	2.8	2.0	0.5	0.7	3.1	2.9	3.6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.4	2.7	3.3	0.8	0.2	2.6	3.1	4.1
Eksport (% r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.6	6.1	6.4	5.6	4.7
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.8	-0.3	1.7	10.0	4.7	5.5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	0.1	1.8
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.9	1.3
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	1.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	3.66	1.70	1.39
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	2.60	3.30
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	4.05	4.01
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.85	4.06
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.24	4.07
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.19	4.12
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-25.8	-27.0	-17.6	-6.7	-11.0	-2.7	-7.9
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	-3.3	-3.1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-1.5	-1.4
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	52.0	52.5	51.6	53.3	47.9	49.8	50.7

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.