

## CitiWeekly

## Podwyżka stóp Fed bez dużego wpływu na krajowy rynek

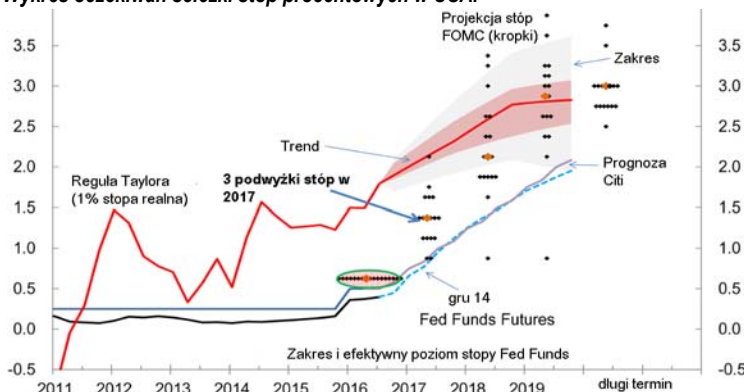
- Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu po rocznej przerwie Fed kolejny raz podwyższył stopy procentowe o 25 pb, a wydźwięk posiedzenia był dosyć jastrzębi. Prognoza członków FOMC odnośnie stóp procentowych na rok 2017 została podwyższona do trzech podwyżek wobec dwóch poprzednio. Według J. Yellen uzasadnieniem takich decyzji była głównie poprawa sytuacji gospodarczej w tym w szczególności warunków na rynku pracy. Miało to miejsce bez uwzględnienia przez Fed potencjalnej dodatkowej stymulacji fiskalnej zapowiadanej przez kolejnego prezydenta USA D. Trumpa. W rezultacie doszło do dalszego znacznego wzrostu rentowności amerykańskich obligacji, choć tym razem nie przełożył się on na znaczny wzrost polskich rentowności. Prezes J. Yellen zasygnalizowała, że zmiana w prognozach stóp wynikała z minimalnego przesunięcia w głosach członków FOMC.
- Sądzymy, że Fed zdecyduje się jedynie na 2 podwyżki stóp, gdyż nie uwzględni w pełni obecnych wycen rynkowych. Naszym zdaniem mocny dolar i podwyższone rynkowe stopy procentowe, które wynikają z reakcji rynkowej na oczekiwane zmiany w polityce fiskalnej nowej administracji w USA, będą miały negatywny wpływ na aktywność gospodarczą w USA w 2017 r.. To z kolei zniechęci FOMC do szybkich podwyżek stóp. Zdaniem ekonomistów Citi nie uwzględniając oczekiwanego łagodzenia polityki fiskalnej, ale przede wszystkim nie biorąc w pełni pod uwagę aktualnej i oczekiwanej siły dolara oraz wysokości stóp rynkowych, Fed kieruje się w działaniach realizacjami danych „ex-post” zamiast formułować aktywną politykę na podstawie oczekiwań.
- Podwyżki stóp w USA i mocny dolar mogą wciąż negatywnie oddziaływać na zaangażowanie inwestorów amerykańskich na krajowym rynku długu. Inwestorzy z USA są największą grupą inwestorów na tym rynku i w kolejnych miesiącach mogą dalej ograniczać zaangażowanie na krajowym rynku.
- Nie dostrzegamy istotnych ryzyk dla przyszłorocznego budżetu z deficytem 59,3 mld zł, a potrzeby pożyczkowe mogą być znacznie mniejsze od planowanych.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

|         | €/zł | \$/zł | £/zł | €/§  | NBP  | EBC | WIBOR 3M | 10L Bund | 10L Treasuries |
|---------|------|-------|------|------|------|-----|----------|----------|----------------|
| I KW 17 | 4,46 | 4,37  | 5,25 | 1,02 | 1,50 | 0,0 | 1,73     | 0,50     | 2,30           |
| I KW 18 | 4,30 | 4,26  | 5,00 | 1,01 | 1,75 | 0,0 | 2,28     | 0,10     | 2,60           |

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn.28.11.2016 r.

Wykres 2. Wykres oczekiwań ścieżki stóp procentowych w USA.



Źródło: Fed, Citi Research, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

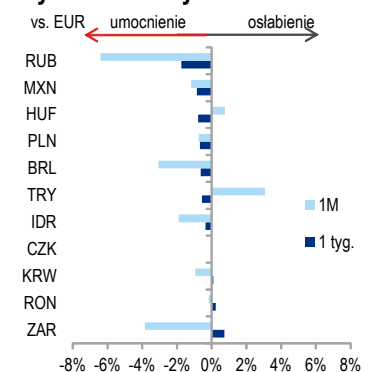
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

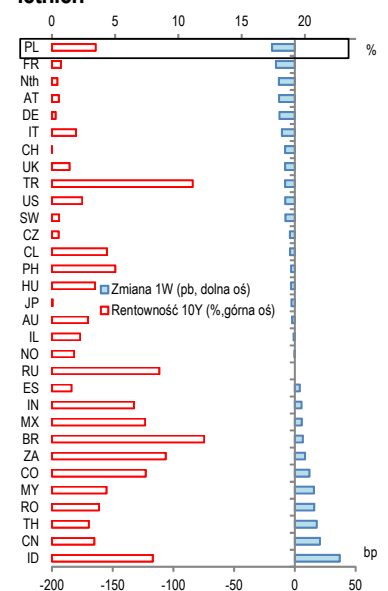
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 16.12.2016 r.  
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 16.12.2016 r.  
Źródło: Reuters.

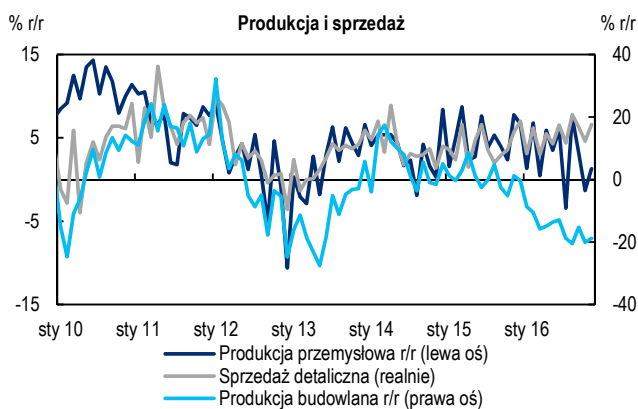
## Spis treści

## Nr str.

- Podsumowanie 1
- Tydzień w wykresach 2
- Kalendarz publikacji 3
- Tabela z prognozami 4

## Tydzień w wykresach

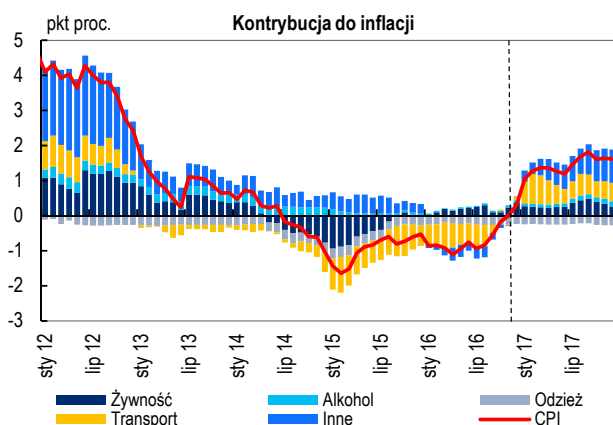
**Wykres 3. Oczekujemy odreagowania wskaźników aktywności w listopadzie**



- Według naszych szacunków produkcja przemysłowa wzrosła w listopadzie o 1,3% r/r (po spadku o 1,3% w poprzednim miesiącu). Poprawa dynamiki produkcji to przede wszystkim efekt ustąpienia niekorzystnego efektu kalendarzowego, choć wsparciem dla niej był zapewne również słaby złoty.
- Sprzedaż detaliczna wciąż dynamicznie rośnie dzięki poprawie na rynku pracy i programowi 500+. Szacujemy, że w listopadzie wzrosła ona o 6,6% r/r realnie. Dobry wynik sprzedaży potwierdza, że konsumpcja jest obecnie jedynym istotnym motorem wzrostu w kraju.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

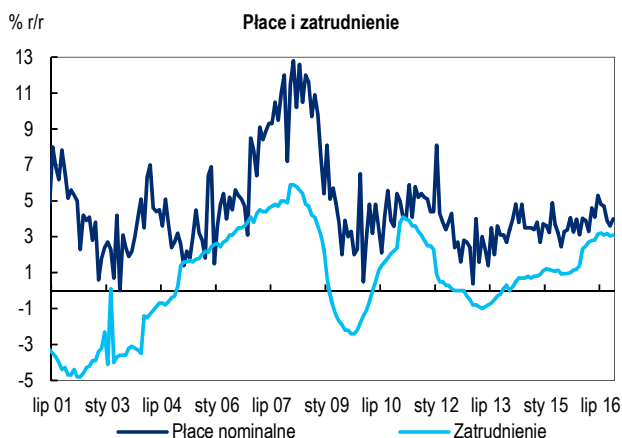
**Wykres 4. Inflacja będzie najprawdopodobniej dalej rosta w kolejnych miesiącach**



- Zgodnie z oczekiwaniami i wstępnym szacunkiem GUS inflacja wzrosła w listopadzie do 0% r/r z -0,2% w październiku. W kierunku wyższej inflacji oddziaływał przede wszystkim wzrost cen żywności wobec niskiej bazy w listopadzie 2015 r., ale także wzrost cen łączności i rekreacji i kultury. Jednocześnie zmiana cen w wielu pozostałych kategoriach była nieco niższa niż zakładaliśmy. W rezultacie inflacja netto wzrosła do -0,1% r/r z -0,2% w poprzednim miesiącu.
- Według naszych prognoz inflacja wzrośnie do 0,3% w grudniu oraz do ponad 1% w I kwartale głównie za sprawą niskiej bazy. Poza tym w kierunku wyższej inflacji netto będzie oddziaływać także stopniowy wzrost presji płacowej, który może mieć miejsce w kolejnych miesiącach.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

**Wykres 5. Lepsze dane z rynku pracy**



- Dane z rynku pracy za listopad pokazały poprawę wskaźników w porównaniu do października. Po dwóch miesiącach negatywnych niespodzianek w płacach w listopadzie wzrost wynagrodzeń przyspieszył zgodnie z naszą prognozą do 4% z 3,6% w październiku. Ponadto wzrost zatrudnienia przyspieszył do 3,1% z 3% i był nieznacznie powyżej oczekiwań. Realny wzrost funduszu płac również nieznacznie przyspieszył do 7,2% z 7,0%.
- Bieżące dane potwierdzają utrzymanie dobrej sytuacji na rynku pracy o czym będzie świadczyć także rekordowo niskie bezrobocie za listopad. W kolejnych kwartałach nie oczekujemy znacznego pogorszenia sytuacji na rynku pracy.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

## Kalendarz publikacji

| Godz. publikacji           | Kraj | Informacja                      | jednostka    | Okres   | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|----------------------------|------|---------------------------------|--------------|---------|---------------|-------------------|--------------------|
| <b>19 gru PONIEDZIAŁEK</b> |      |                                 |              |         |               |                   |                    |
| 10:00                      | DE   | Indeks Ifo                      | pkt          | XII     | 110,0         | 110,6             | 110,4              |
| 14:00                      | PL   | Produkcja przemysłowa           | % r/r        | XI      | 1,3           | 1,5               | -1,3               |
| 14:00                      | PL   | Produkcja budowlana             | % r/r        | XI      | -18,8         | -18,9             | -20,1              |
| 14:00                      | PL   | Sprzedaż detaliczna realnie     | % r/r        | XI      | 6,6           | 5,3               | 4,6                |
| 15:45                      | USA  | PMI dla usług                   | pkt          | XII     | --            | 55,2              | 54,6               |
| <b>20 gru WTOREK</b>       |      |                                 |              |         |               |                   |                    |
| 04:00                      | JP   | Decyzja Banku Japonii           | %            | XII     | --            | -0,1              | -0,1               |
| <b>21 gru ŚRODA</b>        |      |                                 |              |         |               |                   |                    |
| 14:00                      | PL   | Koniunktura konsumencka         |              |         |               |                   |                    |
| 14:00                      | PL   | Koniunktura w przemyśle         |              |         |               |                   |                    |
| 16:00                      | EMU  | Zaufanie konsumentów            | pkt          | XII     | -5,5          | -6,0              | -6,1               |
| 16:00                      | USA  | Sprzedaż domów na rynku wtórnym | mln          | XI      | 5,47          | 5,57              | 5,60               |
| <b>22 gru CZWARTEK</b>     |      |                                 |              |         |               |                   |                    |
| 14:30                      | USA  | Finalny PKB                     | % kw/ kw ann | III kw. | 3,3           | 3,3               |                    |
| 14:30                      | USA  | Wydatki osobiste                | %            | XI      | 0,4           | 0,3               | 0,3                |
| 14:30                      | USA  | Dochody osobiste                | %            | XI      | 0,3           | 0,3               | 0,6                |
| 14:30                      | USA  | Zamówienia na dobra trwałe      | %            | XI      | -5,1          | -4,4              | 4,6                |
| 14:30                      | USA  | Liczba nowych bezrobotnych      | tys.         | tyg.    | 260           | 260               | 254                |
| 16:00                      | USA  | Wskaźniki wyprzedzające         | % m/m        | tyg.    | -0,1          | 0,2               | 0,1                |
| <b>23 gru PIĄTEK</b>       |      |                                 |              |         |               |                   |                    |
| 08:00                      | DE   | Nastroje konsumentów GfK        | pkt          | I       | --            | --                | 9,8                |
| 10:00                      | PL   | Stopa bezrobocia                | %            | XI      | 8,2           | 8,2               | 8,2                |
| 16:00                      | USA  | Sprzedaż nowych domów           | tys.         | XI      | 0,592         | 0,570             | 0,560              |
| 16:00                      | USA  | Indeks nastrojów Michigan       | pkt          | XII     | --            | 98,0              | 93,8               |
| <b>26 gru PONIEDZIAŁEK</b> |      |                                 |              |         |               |                   |                    |
|                            | INT  | Święta Bożego Narodzenia        |              |         |               |                   |                    |
| <b>27 gru WTOREK</b>       |      |                                 |              |         |               |                   |                    |
| 15:00                      | USA  | Ceny domów Case-Shiller         | % r/r        | X       | --            | --                | 5,1                |
| 16:00                      | USA  | Zaufanie konsumentów            | pkt          | XII     | --            | --                | 107,1              |
| <b>28 gru ŚRODA</b>        |      |                                 |              |         |               |                   |                    |
| 16:00                      | USA  | Rozpoczęta sprzedaż domów       | % m/m        | XI      | --            | --                | 0,1                |
| <b>29 gru CZWARTEK</b>     |      |                                 |              |         |               |                   |                    |
| 14:30                      | USA  | Liczba nowych bezrobotnych      | tys.         | tyg.    | --            | --                | --                 |
| <b>30 gru PIĄTEK</b>       |      |                                 |              |         |               |                   |                    |
| 14:00                      | PL   | Bilans płatniczy                | mln EUR      | III kw. |               |                   |                    |
| 15:45                      | USA  | Chicago PMI                     | pkt          | XII     | --            | --                | 57,6               |

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

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

|                                            | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016P  | 2017P  | 2018P  |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Nominalny PKB (mld USD)                    | 529    | 501    | 524    | 546    | 477    | 468    | 438    | 494    |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1,567  | 1,629  | 1,657  | 1,720  | 1,798  | 1,847  | 1,927  | 2,023  |
| PKB per capita (USD)                       | 13,738 | 12,994 | 13,622 | 14,199 | 12,410 | 12,177 | 11,441 | 12,920 |
| Populacja (mln)                            | 38,5   | 38,5   | 38,5   | 38,5   | 38,5   | 38,4   | 38,3   | 38,2   |
| Stopa bezrobocia (%)                       | 12,5   | 13,4   | 13,4   | 11,5   | 9,8    | 8,6    | 8,2    | 7,6    |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                  | 5,0    | 1,6    | 1,3    | 3,3    | 3,9    | 2,6    | 2,9    | 2,8    |
| Nakłady na środki trwałe (% r/r)           | 8,8    | -1,8   | -1,1   | 9,8    | 6,1    | -4,9   | 1,8    | 4,0    |
| Spożycie ogółem (% r/r)                    | 2,0    | 0,5    | 0,7    | 3,1    | 3,1    | 3,7    | 3,7    | 2,7    |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)            | 3,3    | 0,8    | 0,2    | 2,6    | 3,1    | 3,7    | 3,8    | 2,8    |
| Eksport (% r/r)                            | 7,9    | 4,6    | 6,1    | 6,4    | 6,5    | 8,6    | 6,0    | 5,0    |
| Import (% r/r)                             | 5,8    | -0,3   | 1,7    | 10,0   | 6,0    | 8,4    | 6,5    | 5,5    |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Inflacja CPI (% r/r)                       | 4,6    | 2,4    | 0,7    | -1,0   | -0,5   | 0,3    | 1,6    | 2,6    |
| Inflacja CPI (% średnia)                   | 4,3    | 3,7    | 0,9    | 0,0    | -0,9   | -0,6   | 1,4    | 2,3    |
| Płace nominalne (% r/r)                    | 4,9    | 3,5    | 2,6    | 3,8    | 3,5    | 4,6    | 6,3    | 6,5    |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)   | 4,50   | 4,25   | 2,50   | 2,00   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 2,50   |
| WIBOR3M, (% koniec okresu)                 | 4,77   | 4,21   | 2,61   | 2,71   | 1,65   | 1,65   | 1,86   | 2,90   |
| Rentowność obligacji 10-letnich            | 5,91   | 3,73   | 4,34   | 2,52   | 2,95   | 3,80   | 3,90   | 4,30   |
| USD/PLN (Koniec okresu)                    | 3,40   | 3,10   | 3,01   | 3,52   | 3,92   | 4,30   | 4,34   | 3,96   |
| USD/PLN (Średnia)                          | 2,96   | 3,25   | 3,16   | 3,15   | 3,77   | 3,95   | 4,40   | 4,10   |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                    | 4,42   | 4,09   | 4,15   | 4,26   | 4,26   | 4,49   | 4,34   | 4,20   |
| EUR/PLN (Średnia)                          | 4,12   | 4,19   | 4,20   | 4,18   | 4,18   | 4,36   | 4,40   | 4,25   |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>          |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Rachunek bieżący                           | -27,4  | -18,5  | -6,7   | -11,1  | -1,2   | -4,7   | -7,3   | -9,8   |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)            | -5,2   | -3,7   | -1,3   | -2,0   | -0,3   | -1,0   | -1,7   | -2,0   |
| Saldo handlu zagranicznego                 | -18,6  | -10,5  | -0,4   | -4,3   | 2,4    | 0,0    | -3,4   | -6,1   |
| Eksport                                    | 184,4  | 181,4  | 198,1  | 210,7  | 190,8  | 193,6  | 183,1  | 205,0  |
| Import                                     | 203,0  | 191,9  | 198,5  | 215,0  | 188,4  | 193,6  | 186,5  | 211,1  |
| Saldo usług                                | 7,2    | 7,7    | 10,1   | 11,4   | 10,9   | 11,8   | 11,7   | 13,1   |
| Saldo dochodów                             | -17,2  | -15,5  | -15,8  | -17,7  | -13,5  | -14,8  | -13,8  | -14,8  |
| Rezerwy międzynarodowe                     | 89,7   | 100,3  | 99,3   | 94,1   | 89,4   | 107,0  | 115,0  | 123,0  |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>           |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)  | -4,8   | -3,7   | -4,1   | -3,4   | -2,6   | -2,4   | -2,9   | -3,2   |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicz.  | -2,4   | -1,0   | -1,5   | -1,5   | -0,8   | -0,7   | -1,2   | -1,5   |
| Dług publiczny (Polska metodologia)        | 52,0   | 51,6   | 53,3   | 48,1   | 49,0   | 51,5   | 51,7   | 51,1   |

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 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 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Komentarz rynkowy nie stanowi również „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. 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.