

CitiWeekly

Miks proinflacyjny

- Długo wyczekiwane dane o wzroście gospodarczym przyniosły coś interesującego zarówno dla optymistów, jak i pesymistów. Wzrost PKB został zrewidowany w górę do 4,9% r/r z pierwotnie szacowanego poziomu 4,7%. Warto przypomnieć, że już ta pierwotna wartość była i tak wyższa od konsensusu, co wzmacnia optymistyczny wydźwięk danych. Głównym motorem wzrostu była konsumpcja (4,8% r/r), która jest wspierana przez wyjątkowo silny rynek pracy. Dodatkowo pozytywnym zaskoczeniem był silny pozytywny wkład eksportu netto, związany głównie z tym, że import został w tyle za dynamicznie rosnącym eksportem.
- Bardziej pesymistyczny wydźwięk mają dane o inwestycjach, których wzrost o 3,3% r/r był niższy od konsensusu rynkowego na poziomie 4,5% oraz szacunku NBP na poziomie 6,1% (nasza prognoza: 2,7%). W końcu pojawiły się oznaki odbicia inwestycyjnego, jednak jest ono wciąż wolniejsze niż w przeszłości na podobnym etapie cyklu gospodarczego (wykres 3). Ponadto, gdyby nie dynamiczne wzrosty nakładów inwestycyjnych w sektorze samorządowym, inwestycje praktycznie nie wzrosłyby. Poniższy wykres pokazuje również, że pomimo ostatniego odbicia nakłady inwestycyjne wciąż są zdecydowanie niższe niż przed spadkami z lat 2015/2016.
- Spoglądając na dane z większej perspektywy w oczy rzuca się fakt, że obecny wzrost bynajmniej nie jest neutralny dla inflacji. Po pierwsze dynamicznie rosnąca konsumpcja będzie zwiększać presję na wzrost cen. Z drugiej strony opóźnienie w inwestycjach oznacza, że potencjał polskiej gospodarki w horyzoncie najbliższych kwartałów/lat może być odpowiednio niższy, a luka popytowa wyższa. Taka mieszanka będzie z czasem pchać inflację bazową w górę.
- Listopadowe (wstępne) dane o inflacji wydają się potwierdzać, że okres niskiej inflacji mamy już za sobą. Wskaźnik CPI wzrósł w minionym miesiącu do 2,5% r/r i po raz pierwszy od pięciu lat osiągnął poziom celu RPP. Co prawda w najbliższych miesiącach inflacja ponownie się obniży, jednak trudno nie zauważyć, że ścieżka inflacyjna jest mimo wszystko zauważalnie wyższa od wcześniejszych prognoz.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 18	4,21	3,48	4,73	1,21	1,50	0,00	1,73	0,55	2,50
IV KW 18	4,14	3,34	4,60	1,24	2,00	0,00	2,35	0,75	2,75

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dn. 17.11, pozostałe prognozy z dnia 28.11.2017.

Wykres 3. Inwestycje wzrosły w III kw. ale odbicie jest jak na razie słabsze niż w poprzednich cyklach



Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

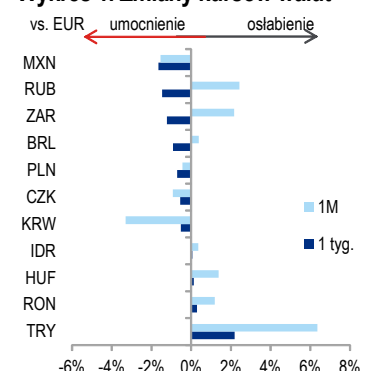
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

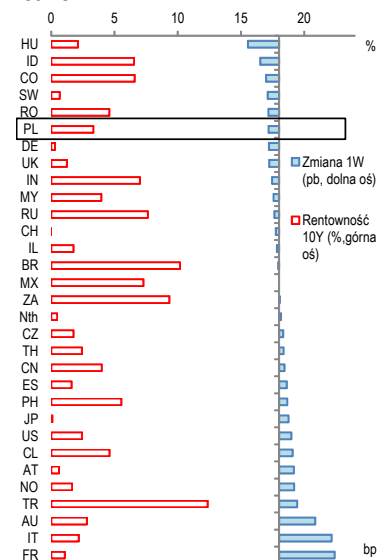
Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 24.11.2017 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 24.11.2017 r.

Źródło: Reuters.

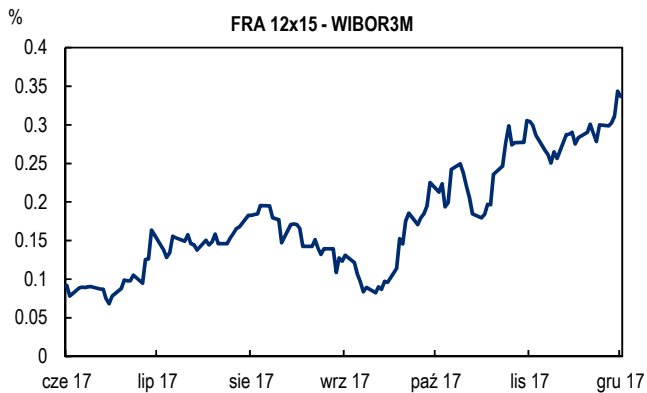
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

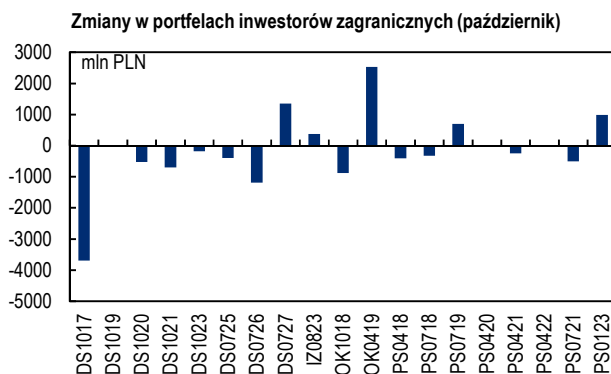
Wykres 4. Lekki wzrost oczekiwań na podwyżki po danych o inflacji



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Grudniowe posiedzenia RPP rzadko przynoszą istotne zmiany w polityce pieniężnej. Tegoroczne nie powinno być pod tym względem wyjątkiem. Oczekujemy, że we wtorek RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna: 1,5%) oraz utrzyma łagodny ton komunikatu.
- Silny wzrost PKB oraz wyższa od prognoz inflacja przemawiają za rozważeniem podwyżek stóp procentowych, jednak przedstawiciele RPP już wielokrotnie dowiedli swoimi wypowiedziami, że na razie nie zamierzają zacieśniać polityki pieniężnej. Pierwszej podwyżki spodziewamy się dopiero pod koniec 2018 roku.

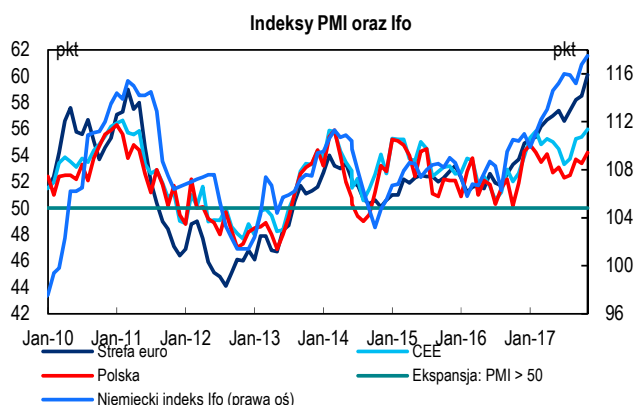
Wykres 5. Spadek zaangażowania zagranicznych inwestorów związany z zapadalnościami



Źródło: MF, Citi Handlowy

- W październiku zagraniczni inwestorzy ograniczyli portfele polskich obligacji rządowych o 3,2 mld zł do poziomu 201,9 mld. Spadek był głównie związany z zapadalnością obligacji DS1017 o wartości 3,7 mld zł.
- Jednocześnie zagraniczni inwestorzy nieco zwiększyli ryzyko poprzez przesunięcie się w kierunku obligacji o dłuższym terminie zapadalności (z 2026 do 2027 oraz 2018 do 2019).
- Jeżeli chodzi o strukturę geograficzną, nie odnotowano istotnych zmian – wciąż dominują inwestorzy z Japonii, Stanów Zjednoczonych oraz fundusze zarejestrowane w Luksemburgu.

Wykres 6. Przemysł w najlepszej kondycji od 9 miesięcy



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- W listopadzie indeks PMI, mierzący kondycję sektora przemysłowego, wzrósł do najwyższego od dziewięciu miesięcy poziomu 54,2 pkt.
- Dane wskazują na dynamiczny wzrost produkcji oraz zamówień (zarówno eksportowych, jak i krajowych). Po raz kolejny firmy wskazują na rosnącą presję cenową – tempo raportowanej inflacji było najwyższe od marca.
- Ceny wyrobów gotowych rosły w szybkim tempie, choć nieco wolniej niż w poprzednich dwóch miesiącach. Biorąc pod uwagę, że na intensyfikację presji cenowej wskazują również dane o PMI w strefie euro, spodziewamy się, że presja na wzrost cen producentów utrzyma się w kraju w kolejnych miesiącach.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
4 gru PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	X	--	-0.4	1.4
5 gru WTOREK							
	PL	Decyzja w sprawie stóp procentowych	%	XI	1.50	1.50	1.50
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	XI	56.2	56.2	56.2
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XI	58.9	59.0	60.1
6 gru ŚRODA							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	X	-1.0	-0.2	1.0
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	XI	XI	--	188	235
7 gru CZWARTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	0.7	0.9	-1.6
11:00	EUR	PKB	% r/r	III kw.	2.5	2.5	2.5
8 gru PIĄTEK							
08:00	DE	Eksport	% m/m	X	0.8	1.0	-0.4
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XI	210	200	261
14:30	USA	Płace	% m/m	XI	0.3	0.3	0.0
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	XI	4.1	4.1	4.1
16:00	USA	Zapasy hurtowników	% m/m	X	--	--	-0.4

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	469	527	617
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1567	1629	1657	1720	1799	1851	1964	2092
PKB per capita (USD)	13738	12994	13622	14199	12417	12215	13735	16122
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,7	6,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,8	2,9	4,3	3,9
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	2,7	6,5
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,2	3,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	3,9
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	8,8	5,3	7,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,9	8,0	8,7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,9	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	2,4
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,5	7,3
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	13,9	2,4	4,5	7,6	7,4	4,9	5,4	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,73	2,35
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,40	4,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,60	3,34
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,72	3,39
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,25	4,14
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,17
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-1,5	-10,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,3	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,9	-6,2
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	225,1	264,2
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	223,3	270,5
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	18,6	22,7
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-18,7	-21,2	-26,0
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	103,0	111,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,5	-1,9	-2,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,8	-0,3	-0,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,5	49,3

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

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 oraz 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. 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.