

CitiWeekly

Boom bez końca?

- Wzrost gospodarczy w III kwartale wyniósł aż 5,1% r/r i wyraźnie przekroczył zarówno oczekiwania rynkowe (4,7%) i naszą prognozę na poziomie (4,6%). Kwartalne dane pokazały wyjątkowy wzrost kwartalny o 1,7% po korekcie o czynniki sezonowe i dni robocze. To jedynie wstępny szacunek (pełne rozbięcie zostanie opublikowane 30. listopada) i obecnie nie wiadomo dokładnie co stało za tak dużą niespodzianką. Miesięczne dane o produkcji przemysłowej i budowlanej podobnie jak dane o sprzedaży detalicznej sygnalizowały spowolnienie w III kw. wobec 5,1% zanotowanych w II kwartale. Jednak taki scenariusz się nie zrealizował. Zakładamy, że mogło to wynikać z nieoczekiwanego wzrostu zapasów lub rewizji inwestycji w środki trwałe, choć GUS nie opublikował żadnego komentarza, który tłumaczyłby wstępny szacunek PKB.
- Choć nie jest jasne czy utrzymanie tak wysokiej dynamiki wzrostu było efektem czynnika jednorazowego to skala pozytywnej niespodzianki jest na tyle duża, że zdecydowaliśmy się zrewidować nasz szacunek wzrostu PKB w 2018 r. w górę do 5,2% (z 4,8% poprzednio). Dane za III kw. mogą zmienić ścieżkę PKB na 2019 r. przy PKB rosnącym o ponad 4% w I połowie 2019 r. przy znacznym spowolnieniu w II połowie 2019 r.
- Finalne dane o inflacji za październik zostały zrewidowane do 1,8% z 1,7% i ostatecznie okazały się zgodne z pierwotnym szacunkiem rynku. Wciąż zakładamy spadek inflacji w listopadzie i jej znaczny wzrost na początku 2019 r. powyżej celu inflacyjnego 2,5% już w I kwartale przyszłego roku za sprawą podwyżek cen energii. Według URE producenci energii złożyli już wnioski o podwyżkę cenników prądu na przyszły rok. Zakładamy, że inflacja w przyszłym roku wzrośnie do 2,8%, a bank centralny szacuje 3,2%.
- Podtrzymujemy nasz bazowy scenariusz, w którym pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi w 2020 r. po tym jak na zmianę stóp zdecyduje się EBC. Jeśli inflacja wzrośnie bardziej niż zakładamy, a RPP pozostanie gołębia to krzywa rentowności może nieco się wystromić.
- W najnowszej rundzie prognoz zrewidowaliśmy złotego w kierunku mocniejszych poziomów w przyszłym roku, co będzie wspierane przez oczekiwane umocnienie euro wobec dolara.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

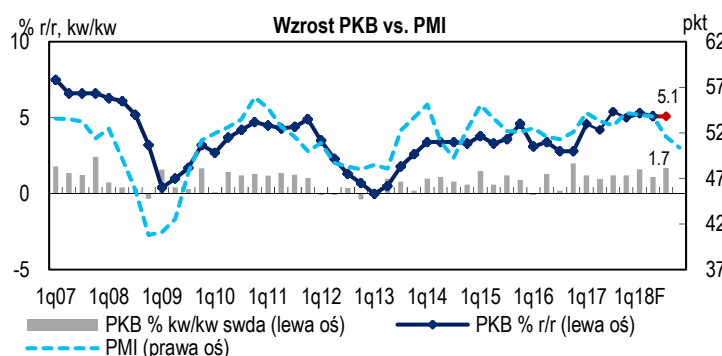
cezary.chrapek@citi.com

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 18	4,28	3,79	4,76	1,13	1,50	-0,40	1,72	0,60	2,75
IV KW 19	4,19	3,43	4,66	1,22	1,50	0,00	2,08	0,85	2,85

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 19.10.18 r. pozostałe prognozy z dnia 24.10.2018 r.

Wykres 1. Wzrost PKB w III kwartale był znacznie wyższy niż zakładaliśmy



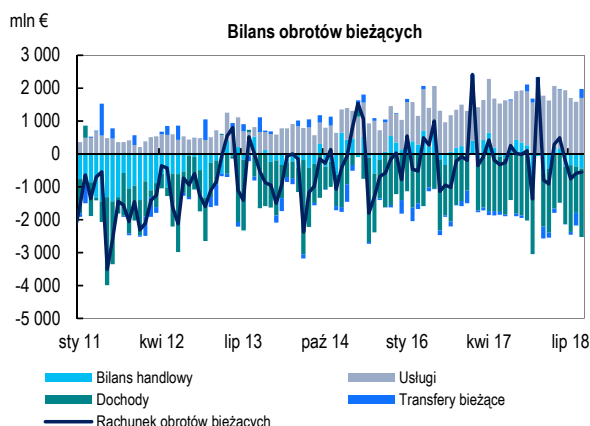
Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Deficyt obrotów bieżących wciąż niski i finansowany przez środki z UE



- Bilans obrotów bieżących poprawił się we wrześniu nieznacznie do -547 mln EUR z -582 mln EUR. Złożyła się na to poprawa salda usług oraz dochodów wtórnych (ok. 500 mln EUR) przy pogorszeniu bilansu handlowego i salda dochodów pierwotnych. Wpływ na to pierwsze miało przede wszystkim znacznie większym niż zakładaliśmy spowolnieniu eksportu do 0,3% r/r z 7,2%, przy spowolnieniu importu do 5,4% z 11,3%. Mniej środków z UE napłynęło na rachunek pierwotny.
- Skumulowane za 12 miesięcy saldo utrzymało się na wysokim poziomie ok. -0,4% PKB. Sądzymy, że do końca roku deficyt obrotów bieżących nie zmieni się już znacząco, ale w przyszłym roku jeszcze wzrośnie w stronę 1% PKB. Mimo to będzie wciąż finansowany w pełni przez napływ środków UE.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

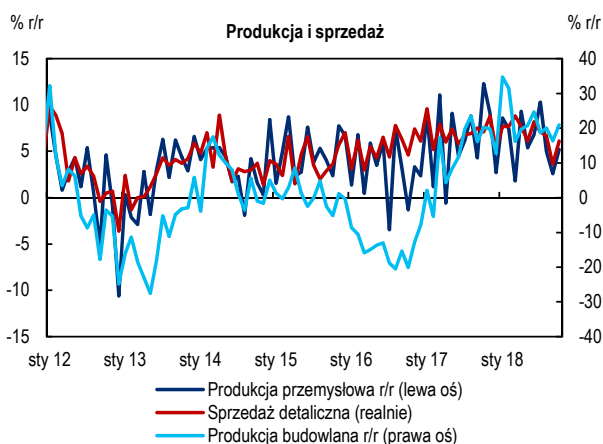
Wykres 3. Rynek pracy potwierdza, że na spowolnienie płac jest zbyt wcześnie



- Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył w październiku do 7,6% z 6,7%, co było sporo powyżej oczekiwań rynkowych na poziomie 6,6%, ale także powyżej naszej wyższej prognozy 7%. Jednocześnie jednak tempo wzrostu zatrudnienia ustabilizowało się na poziomie 3,2%.
- Dane z rynku pracy potwierdzają naszą tezę, że dane o płacach za ostatnie dwa miesiące, które rozczarowały były jedynie przejściową słabością i nie oznaczały zmiany trendu na rynku pracy. Naszym zdaniem biorąc pod uwagę rekordowo niską stopę bezrobocia i jedną z najniższych w UE oraz wciąż bardzo mocny wzrost gospodarczy spodziewamy się przyspieszenie wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw oraz w całej gospodarce także w przyszłym roku, co będzie wspierać presję na wzrost inflacji.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 4. Oczekujemy odreagowania w produkcji i sprzedaży



- Po sporym rozczarowaniu we wrześniu oczekujemy odreagowania zarówno w danych o produkcji jak i sprzedaży. Dla produkcji przemysłowej nasze założenie wspiera wyższa liczba dni roboczych oraz stosunkowo niska baza z zeszłego roku. Ponadto sądzymy, że niski PMI nie przekłada się w pełni na zmiany produkcji. Produkcja budowlana z kolei była wspierana w październiku przez dobrą pogodę.
- Nasze szacunki wskazują na odreagowanie także w przypadku sprzedaży po tym jak wrześniowe dane mogły być nieco zaniżone przez wprowadzenie aut według nowych norm emisji spalin. Oczekujemy też ożywienia w kilku innych kategoriach, jak odzież i obuwanie oraz meble, RTV, AGD.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 lis PONIEDZIAŁEK							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	X	3,2	3,2	3,2
10:00	PL	Place	% r/r	X	7	6,7	6,7
20 lis WTOREK							
10:00	PL	PPI	% r/r	X	--	3	2,9
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	X	5,2	6,7	2,8
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	X	20,9	19,6	16,4
14:00	HU	Decyzja MNB w sprawie stóp proc.	%	XI	--	0,9	0,9
14:30	USA	Rozpoczęcie budowy domów	mln m/m	X	1,21	1,235	1,2
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	mln	X	1,266	1,268	1,24
21 lis ŚRODA							
	UE	Decyzja Komisji Europejskiej w sprawie Włoch					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	215	216
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	X	-1,3	-1,8	0,8
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan		XI	--	98,3	98,6
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	X	5,12	5,23	5,15
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	% m/m	X	--	0,1	0,5
22 lis CZWARTEK							
	USA	Dzień Dziękczynienia					
09:00	HU	Place	% r/r	IX	--	--	10,1
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna (realnie)	% r/r	X	6,1	5,9	3,6
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów		XI	-3	-3	-2,7
23 lis PIĄTEK							
08:00	DE	PKB	% kw/kw	III kw.	-0,2	-0,2	0,5
10:00	EUR	PMI dla usług - wstępny	pkt	XI	--	53,5	53,7
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	XI	--	51,7	52
15:45	USA	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	XI	--	--	55,7
15:45	USA	PMI dla usług - wstępny	pkt	XI	--	54,8	54,7

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi; * po rewizji

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P*	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	471	526	585	633
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 858	1 982	2 129	2 276
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 200	12 415	11 944	13 696	15 268	16 537
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	39,5	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	13,4	11,5	9,8	109,8	6,7	5,5	5,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,6	3,3	3,8	3,0	4,6	5,2	3,9
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	5,7	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	4,4	3,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,7	4,0
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	3,6	5,6
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	5,0	6,5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,6	2,9
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,8
Płace nominalne (% r/r)	3,5	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,0	7,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	2,42	4,47	7,58	7,40	4,90	5,40	7,00	7,90
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	2,08
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,40	3,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,79	3,43
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,62	3,60
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,28	4,19
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,26	4,22
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,8	-2,1	-4,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,2	-0,4	-0,8
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-4,1	-8,8
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	222,8	248,6	253,8
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	222,2	252,7	262,5
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	21,0	24,0	26,3
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,8	-21,8	-21,9
Rezerwy międzynarodowe	100,3	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	116,0	125,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,4	-0,7	-1,4
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	0,2	0,8	0,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,5	46,4	44,8

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy. * prognoza PKB została zrewidowana do 5,2% z 4,8%, bez rewizji prognoz składowych PKB, które zostaną zrewidowane pod koniec miesiąca wraz z publikacją pełnego rozbięcia danych za III kwartał.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

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, 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 oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. 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.