

CitiWeekly

W końcu ożywienie inwestycji

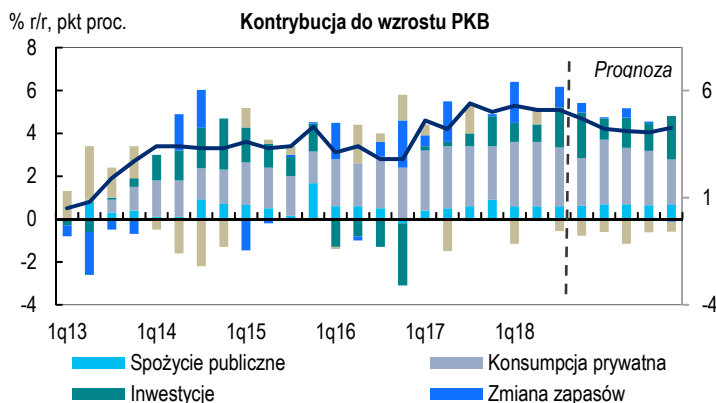
- Szczegółowe dane o PKB za III kw. pokazały, że wzrost gospodarczy był napędzany przede wszystkim długo oczekiwanym ożywieniem w inwestycjach oraz procesem budowania zapasów. Wzrost PKB wyniósł w III kw. 5,1% (zgodnie z oczekiwaniami i wstępnym szacunkiem). Szczegółowe rozbieżności pokazały ożywienie inwestycji do 9,9% r/r z 4,7% w II kw. Wskazywały na to ostatnio opublikowane dane GUS o wydatkach inwestycyjnych dużych przedsiębiorstw, które wzrosły o ok. 14% r/r przy utrzymaniu wzrostu wydatków inwestycyjnych samorządów ok. 80% r/r. Ponadto kontrybucja zmiany zapasów wyniosła ok. 1 pkt proc. Tymczasem, konsumpcja prywatna spowolniła do 4,5% z 4,9%. Popyt krajowy przyspieszył do 6,2%, co poza 6,6% w I kw. było najwyższym tempem wzrostu od 2007/2008 r. Jednocześnie kontrybucja eksportu netto spadła w III kw. do -0,9 pkt proc. z +0,9 pkt proc w II kw., tj. nieco powyżej -1 pkt proc w I kw.
- W kolejnych kwartałach spodziewamy się stopniowego wyhamowania dynamiki wzrostu gospodarczego. Wsparciem dla scenariusza wyhamowania wzrostu już w III kw. są najnowsze dane o PMI. Indeks koniunktury dla przemysłu spadł w listopadzie do 49,5 pkt i był poniżej 50 pkt po raz pierwszy od 4 lat. Spadek indeksu wynikał ze spadku nowych zamówień jak również spadku produkcji, co prawdopodobnie odzwierciedla pogorszenie wzrostu w Niemczech. Ponadto, polscy producenci ograniczają nieco zatrudnienie, ale słabszy indeks zatrudnienia także odzwierciedla problemy ze znalezieniem pracowników. Słabszemu wynikowi w przemyśle towarzyszyły większe presje cenowe, a producenci decydowali się na przenoszenie kosztów na konsumentów. Sądzymy, że mocny popyt krajowy będzie ograniczał negatywny wpływ spowolnienia popytu zagranicznego także w kolejnych kwartałach, ale wzrost PKB spowolni do ok. 4% w 2019 r. z ok. 5% w tym roku
- Zestawienie najnowszych danych o PKB (mocne inwestycje i słabsza konsumpcja) oraz inflacji wzmocni naszym zdaniem gołębie stanowisko RPP. Sądzymy, że dane nie zmieniają stanowiska banku centralnego i oczekujemy, że RPP pozostanie przy swoim stanowisku wyczekiwania na dalszy rozwój sytuacji w kolejnych miesiącach. Sądzymy, że pierwsza podwyżka stóp nastąpi w 2020 r., co jest zgodne z aktualną wyceną rynkową.

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 3. Siłą napędową wzrostu PKB w III kw. były inwestycje i zapasy.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

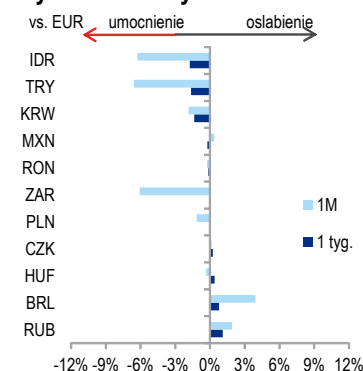
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

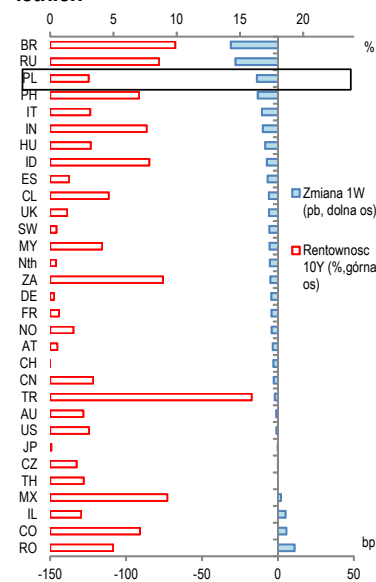
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



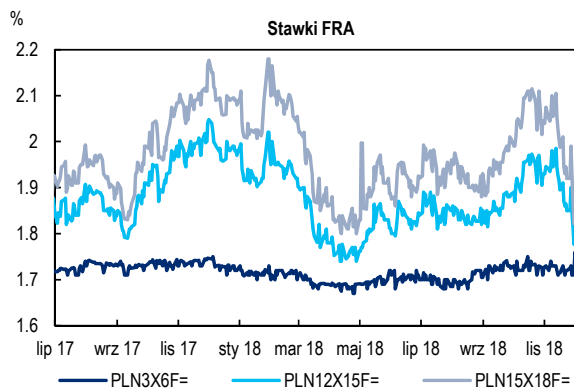
Według stanu na dzień 30.11.2018 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

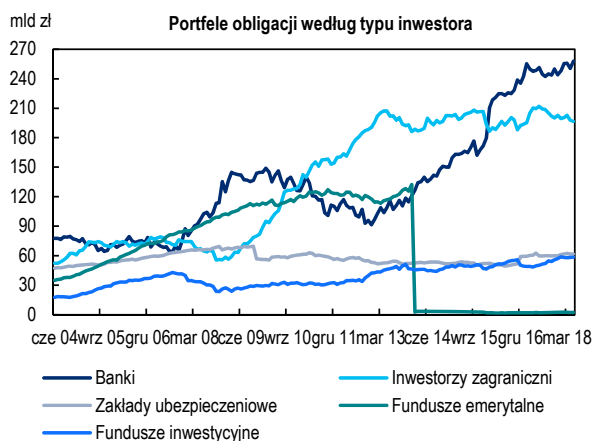
Wykres 4. Inflacja spadła dużo bardziej niż oczekiwano



- Według wstępnych danych GUS inflacja spadła w listopadzie do 1,2% z 1,8%, poniżej oczekiwań rynkowych 1,6% i naszej prognozy 1,5%. Deflacja cen żywności (-0,1% m/m) jest zaskoczeniem biorąc pod uwagę doniesienia prasowe o wpływie tegorocznej suszy. Niższa inflacja prawdopodobnie wynikała także z niższej inflacji netto.
- Oczekujemy teraz utrzymania inflacji w grudniu na poziomie 1,2% lub nawet lekkiego spadku. Ścieżka na kolejne miesiące również może być niższa niż wcześniej oczekiwano. Nie znamy jeszcze ostatecznej skali podwyżek cen energii elektrycznej (to mogłoby się wahać między 0 a 30%, w zależności od decyzji regulatora), ale w scenariuszu bazowym zakładamy wzrost o 6,1%. Biorąc pod uwagę niższy punkt startowy oczekujemy obecnie, że CPI osiągnie 2,5% w I kw., ale zbliży się do 3% pod koniec 2019 r.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

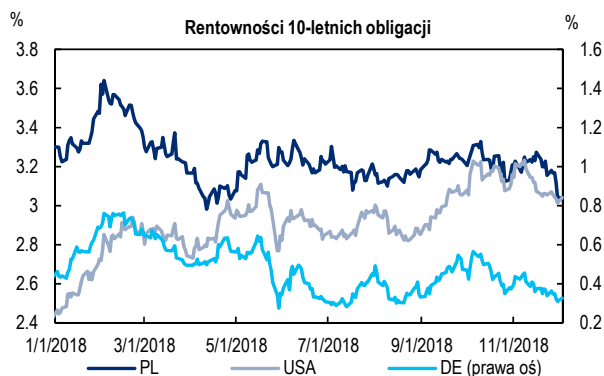
Wykres 5. MinFin zakończył finansowanie tegorocznych potrzeb, a zagranica kupowała polskie obligacje 2 miesiące z rzędu



- Inwestorzy zagraniczni zwiększyli zaangażowanie w krajowe papiery skarbowe w październiku o ok. 2,3 mld zł. Główną grupą inwestorów kupujących obligacje byli inwestorzy skupieni w grupie tzw. rachunków zbiorczych. W dalszym ciągu swoje portfele ograniczali inwestorzy amerykańscy.
- Ministerstwo Finansów sprzedało na ubiegłotygodnowej aukcji obligacje za 7 mln zł i zakończyło finansowanie tegorocznych potrzeb finansowych. Jednocześnie według najnowszych danych resort finansów ma na depozytach ok. 52 mld zł, co pozwoli na swobodę w emisjach w przyszłym roku.
- Resort finansów planuje także aukcję zamiany na 14 grudnia oraz odkup obligacji denominowanych w USD na 5 grudnia. MF prefinansował ok. 15% potrzeb pożyczkowych na 2019 r.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 6. Szczyt G20 oraz łagodniejszy ton Fed pozytywne dla apetytu na ryzyko



- Szczyt G20 w Argentynie zakończył się zaskakująco optymistycznym porozumieniem między USA i Chinami, na mocy którego państwa zawiesiły wymianę ognia w konflikcie handlowym na 90 dni i będą w tym czasie prowadzić negocjacje. W piątek podpisano także porozumienie handlowe między USA, Meksykiem i Kanadą, które zastąpiło układ NAFTA.
- W rezultacie lepsze nastroje przełożyły się na wzrost apetytu na ryzyko. W podobnym kierunku może oddziaływać także zmiana tonu Fed na nieco bardziej gołębi, która przyczyniła się do ograniczenia oczekiwań na podwyżki stóp w USA.
- Wsparciem dla nastrojów są także doniesienia z Włoch, gdzie rząd sygnalizuje, że Komisja Europejska przedstawia konstruktywne podejście w sprawie włoskiego budżetu.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
3 gru PONIEDZIAŁEK							
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	--	55,7
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XI	58,8	57,8	57,7
5 gru ŚRODA							
2:45	CN	PMI dla usług (Caixin)	pkt	XI	--	50,8	50,8
9:55	DE	PMI dla usług	pkt	XI	--	53,3	54,7
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	XI	53,1	53,1	53,7
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	0,1	0,2	0
13:00	PL	Decyzja RPP	%	XII	1,5	1,5	1,5
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	XI	--	189	227
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	XI	--	54,4	54,8
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XI	58,7	59,7	60,3
6 gru CZWARTEK							
8:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	X	-0,5	-0,3	0,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	220	234
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	X	--	-0,2	0,7
7 gru PIĄTEK							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	0,4	--	0,8
11:00	EUR	PKB	% kw/kw	III kw.	0,2	--	0,4
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XI	205	205	250
16:00	USA	Indeks nastrojów konsumentów Michigan	tys.	XII	97,7	97	97,5
16:00	USA	Zapasy hurtowe	tys.	X	--	0,3	0,7

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, pieniądź 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.