

CitiWeekly

W tym tygodniu liczy się tylko Fed

- Bez wątpienia najważniejszym wydarzeniem rozpoczynającego się tygodnia będzie posiedzenie amerykańskiego banku centralnego. Tematem dyskusji może być plan ograniczenia zakupu aktywów przez Fed, który otworzyłby drzwi do stopniowego zacieśnienia monetarnego. Oczekujemy, że z tą decyzją Fed poczeka do nowego roku, choć niewątpliwie ryzyko niespodzianki polegającej na rozpoczęciu *tapering* w grudniu jest i tak relatywnie wysokie.
- W Polsce uwaga zwrócona będzie na publikacje danych o produkcji przemysłowej oraz o rynku pracy. Zarówno w przypadku płac, jak i produkcji spodziewamy się spowolnienia dynamiki głównie na skutek mniej korzystnego efektu liczby dni roboczych. Nie zmienia to jednak naszej oceny, że napływające dane są spójne ze scenariuszem wyraźnego ożywienia aktywności w polskiej gospodarce. Oczekujemy również, że ten trend będzie kontynuowany w 2014 roku.
- W minionym tygodniu największym zaskoczeniem w kraju okazały się dane o inflacji CPI. Chociaż nasza prognoza była poniżej oczekiwań rynkowych, inflacja spadła głębiej niż zakładaliśmy i wyniosła w listopadzie 0,6% r/r. Biorąc pod uwagę, że spadek był związany przede wszystkim z obniżkami cen usług telekomunikacyjnych na skutek nowych promocji, trudno jednak na tej podstawie wyciągać daleko idące wnioski.
- Biorąc pod uwagę zbliżający się okres świąteczny, spodziewamy się, że po posiedzeniu amerykańskiego banku centralnego aktywność na rynkach finansowych znacznie przycichnie.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

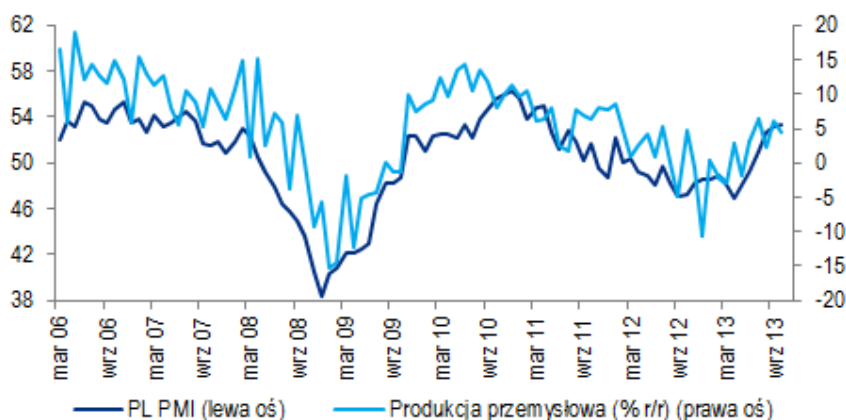
cezary.chrapek@citi.com

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
IV KW 13	4,14	3,07	5,05	1,35	2,50	0,25	2,67	1,60	2,30
IV KW 14	4,06	2,90	5,08	1,40	3,00	0	3,52	1,80	3,04

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 2.12.2013 r.

Wykres 2. Oczekujemy spowolnienia produkcji w listopadzie.



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy

Spis treści

- Podsumowanie
- Kalendarz publikacji
- Zapowiedź tygodnia
- Miniony tydzień
- Tabela z prognozami

Nr str.

- 1
- 2
- 3
- 3
- 6

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
16 gru PONIEDZIAŁEK							
09:28	DE	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	XII		53.0	52.7
09:58	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	XII	51.3	51.9	51.6
09:58	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	XII	51.4	51.5	51.2
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	XI	1.1	1.4	1.4
14:30	USA	Indeks Empire State	pkt	XII		4.5	-2.2
14:30	USA	Wydajność pracy	%	III kw.	2.9	2.7	1.9
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy	%	III kw.	-1.3	-1.4	-0.6
14:30	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	XI	0.7	0.6	-0.1
14:30	USA	Wykorzystanie mocy wytwórczych	%	XI	78.5	78.4	78.1
17 gru WTOREK							
11:00	EMU	Finalny HICP	% r/r	XI		-0.1	-0.1
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	XII	54.6	55.1	54.6
14:00	PL	Plące	% r/r	XI	2.6	2.9	3.1
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	XI	0.0	0.1	-0.2
14:30	USA	CPI	% m/m	XI	0.1	0.1	-0.1
16:00	EMU	Nastroje deweloperów NAHB	pkt	XII		55.0	54.0
18 gru ŚRODA							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	XII	108.3	109.6	109.3
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	2.1	1.4	4.4
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	XI	-6.4	-7.9	-3.2
14:00	PL	PPI	% r/r	XI	-1.0		-1.3
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	XI	965	990	1034.0
20:00	USA	Decyzja Fed	%	XII	0.1	0.1	0.1
19 gru CZWARTEK							
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	345	338	368
14:30	USA	Sprzedaż domów	mln	XI	5.02	4.90	5.12
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	%	XI	0.7	0.7	0.1
16:00	USA	Indeks Philly Fed	pkt	XII		10.00	6.50
20 gru PIĄTEK							
14:30	USA	Wzrost PKB	% kw/kw an.	III kw.	3.60	3.60	3.60
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	XII	-14.7	-15.00	-15.40

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

Zapowiedź tygodnia

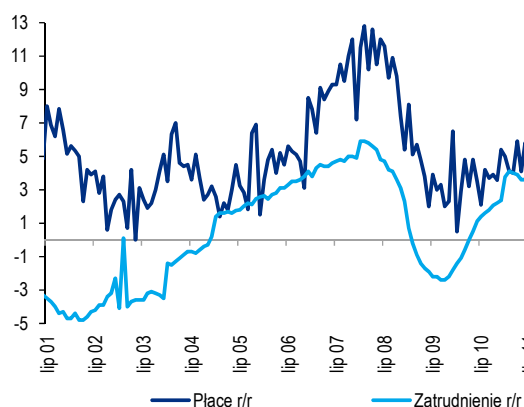
Decyzja Fed

Najbardziej wyczekiwany wydarzeniem tygodnia jest zaplanowane na wtorek i środę posiedzenie amerykańskiego banku centralnego. W ostatnich tygodniach część inwestorów zaczęła poważniej dyskutować scenariusz, w którym Fed zaczyna ograniczać skalę zakupów aktywów (*tapering*) już od grudniowego posiedzenia. Według najnowszej ankiety Wall Street Journal około ¼ ankietowanych ekonomistów spodziewa się takiego właśnie wyniku. Analitycy Citi w podstawowym scenariuszu zakładają, że *tapering* rozpocznie się dopiero w I kw. 2014 roku, ale i tak uznają, że szanse na rozpoczęcie go już w tym tygodniu są bardzo duże – bliskie 50%.

Rynek pracy

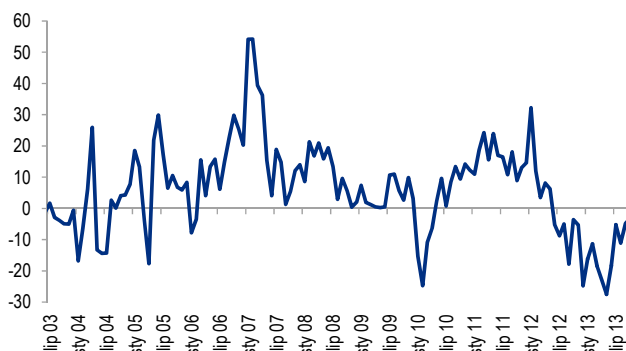
Według naszych prognoz nominalny wzrost płac spowolnił w listopadzie do 2,6% r/r z 3,1% w październiku, podczas gdy tempo zatrudnienie ustabilizowało się w porównaniu z analogicznym okresem 2012. Nasza prognoza zakłada realny wzrost płac o 1,8% r/r, co jest zgodne z dalszym przyspieszeniem konsumpcji prywatnej. Oczekujemy kontynuacji ożywienia na rynku pracy w najbliższych kwartałach, ale naszym zdaniem będzie to stopniowy proces, ponieważ niski poziom wykorzystania mocy wytwórczych pozostawia przestrzeń do dalszego wzrostu produkcji bez znacznego wzrostu zatrudnienia.

Wykres 3. Płace i zatrudnienie (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 3. Produkcja budowlana (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Produkcja

Oczekujemy spowolnienia wzrostu produkcji przemysłowej w listopadzie do 2,1% r/r z 4,4% w październiku. Spadek dynamiki produkcji będzie wynikał głównie w efekcie kalendarzowego, gdyż listopad tego roku miał dwa dni robocze mniej niż analogiczny miesiąc poprzedniego roku. Jednak po skorygowaniu produkcji o efekt kalendarzowy, jej wzrost prawdopodobnie przyspieszył do 5% r/r. Biorąc pod uwagę ostatnie dane o PMI oczekujemy wyższego wzrostu produkcji w kolejnych miesiącach za sprawą mocnego wzrostu zarówno zamówień

eksportowych jak i krajowych. Ponadto oczekujemy też pogłębienia spadku produkcji budowlanej w listopadzie, chociaż naszym zdaniem kolejne miesiące powinny już przynieść stopniową poprawę tempa wzrostu produkcji w tym sektorze.

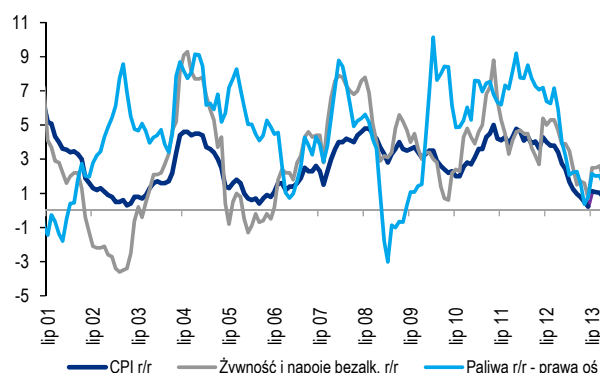
Miniony tydzień

Inflacja

Inflacja spadła w listopadzie do 0,6% r/r z 0,8% w październiku, co było poniżej oczekiwań rynku (0,9%), jak również naszej prognozy (0,8% r/r). Niespodzianka wynikała głównie ze spadku cen w kategorii łączność (-4,9% m/m), podczas gdy ceny w pozostałych kategoriach koszyka inflacyjnego zachowywały się w zbliżony sposób do naszych założeń. W reakcji na dane GUS zdecydowaliśmy się obniżyć nasz szacunek inflacji netto do 1,1% r/r z 1,4% poprzednio.

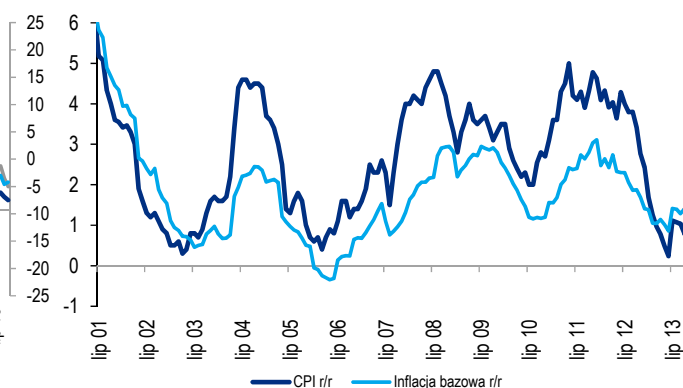
Spodziewamy się powolnego wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach do ok. 0,8% w grudniu oraz ok. 2,2% na koniec przyszłego roku. Szacujemy, że średnio w przyszłym roku inflacja osiągnie poziom 1,6-1,9% r/r, a RPP będzie miała w związku z tym odpowiedni komfort aby utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Wsparciem dla takiego scenariusza jest komentarz Andrzeja Bratkowskiego, który stwierdził w piątek, że dane o inflacji nie zwiększają prawdopodobieństwa obniżek stóp procentowych. Podtrzymujemy oczekiwania, że inflacja będzie stopniowo rosła a realne stopy procentowe stopniowo spadać w przyszłym roku, a jednocześnie wzrost PKB będzie powyżej obecnych prognoz rynkowych. Naszym zdaniem będzie to prowadziło do stopniowej zmiany tonu komentarzy członków RPP na bardziej jastrzębi. W naszym bazowym scenariuszu wciąż oczekujemy dwóch podwyżek stóp procentowych w przyszłym roku, przy czym pierwsza może nastąpić już we wrześniu. Dostrzegamy jednak rosnące ryzyko późniejszego rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki pieniężnej.

Wykres 3. Inflacja i wybrane składowe



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 3. Podstawowy wskaźnik CPI i inflacja netto



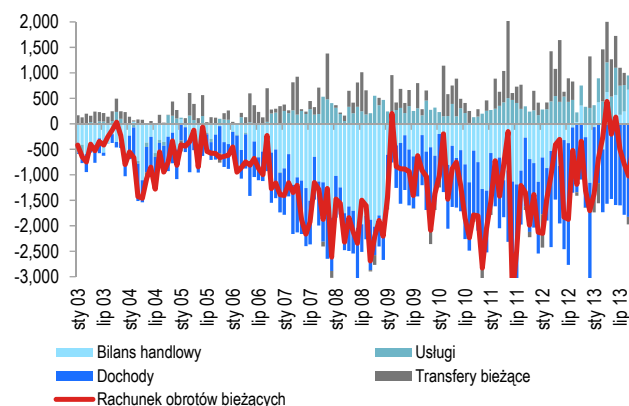
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Bilans płatniczy

Dane o bilansie płatniczym za październik pokazały spadek deficytu obrotów bieżących do 466 mln EUR z 1024 mln EUR we wrześniu oraz wobec oczekiwań rynku na poziomie 448 mln EUR. Największym

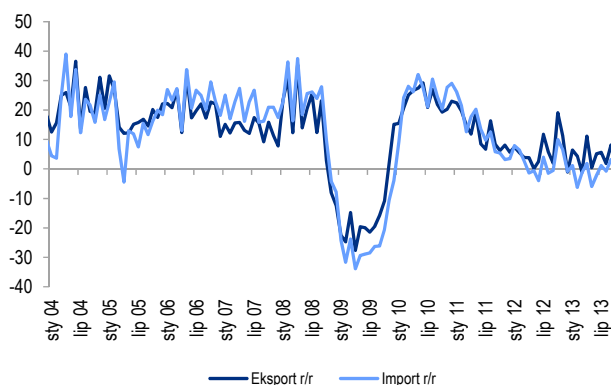
zaskoczeniem w stosunku do naszych prognoz była niska nadwyżka w handlu zagranicznym przy słabym eksporcie, co kontrastowało z niedawno opublikowanymi danymi GUS, które pokazały znaczną poprawę w handlu zagranicznym. Tempo wzrostu eksportu spadło do 0,2% r/r z 8,1%, podczas gdy tempo wzrostu importu obniżyło się do 2,4% z 3,2%. Deficyt obrotów bieżących skumulowany za 12 miesięcy ustabilizował się na poziomie 2% PKB i oczekujemy, że w ostatnich miesiącach roku może się jeszcze nieco obniżyć. W przyszłym roku oczekujemy stopniowego wzrostu deficytu w związku z odreagowaniem popytu krajowego, jednak najprawdopodobniej pozostanie on wciąż relatywnie niski.

Wykres 3. Bilans płatniczy i główne składowe (mln EUR)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 3. Eksport i import (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	8	533	433	470	517	490	509	568
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,628	1,704
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,199	14,763
Populacja (mln)	38.1	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	11.2	9.5	11.9	12.4	12.5	13.4	13.5	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.4	3.1
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-3.3	-4.0	7.8
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	0.9	2.3
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.8	6.1
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.7	6.9
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.1	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.0	1.9
Place nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.62	3.32
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.40	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.07	2.90
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	2.96
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.14	4.06
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.2	-7.7	-13.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.5	-2.4
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	4.5	1.7
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	190.9	207.6	243.0
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.6	203.1	241.3
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	8.3	9.9
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.7	-24.9	-30.8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.3	5.2	3.2	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	97.5	90.6
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	47.2	44.9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-4.6	5.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.9	7.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.7	47.4
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.1	30.1

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

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

Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiegokolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.