

### CitiWeekly

#### Z nowym rokiem dobrym krokiem

- Pomimo wielu obaw ostatnie miesiące roku przyniosły utrzymanie zainteresowania inwestorów zagranicznych krajowym długiem. Zagraniczni inwestorzy kupili ok. 0,6 mld zł obligacji w listopadzie, choć jednocześnie zagraniczne fundusze inwestycyjne kolejny miesiąc z rządu wyprzedawały polskie papiery skarbowe, a w całym roku zmniejszyły swoje portfele aż o 19 mld zł. Przeciwwagą dla tej wyprzedaży były przez większą część roku zakupy dokonywane przez zagraniczne (głównie azjatyckie) banki centralne na kwotę ok 12 mld zł.
- Pomimo zwiększenia nachylenia krzywej rentowności poprzedni rok przyniósł relatywnie niewielkie zmiany na rynku walutowym. Po umocnieniu złotego w I kw. kolejne miesiące przyniosły stopniowe osłabienie. W 2016 r. oczekujemy umocnienia złotego w związku z utrzymaniem wysokiego wzrostu i względnej równowagi na rachunkach zewnętrznych.
- W nowy rok wkraczamy z relatywnie szybkim tempem wzrostu. Świadczy o tym między innymi stabilizacja indeksu PMI na wysokim poziomie (52,1 w grudniu) przy dobrym zachowaniu komponentu produkcji i nowych zamówień eksportowych.
- W poniedziałek 4 stycznia poznamy wstępny odczyt inflacji za grudzień. W porównaniu do naszych prognoz sprzed kilku miesięcy spodziewamy się obecnie znacznie wolniejszego wzrostu inflacji. RPP może jeszcze lekko obniżyć stopy procentowe w I połowie roku, jednak scenariusz ten wydaje się obecnie mniej prawdopodobny niż 1-2 miesiące temu.
- Niska, ale stopniowo rosnąca inflacja oraz dobre dane z gospodarki mogą sprzyjać zwiększeniu nachylenia krzywej rentowności w 2016 r.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

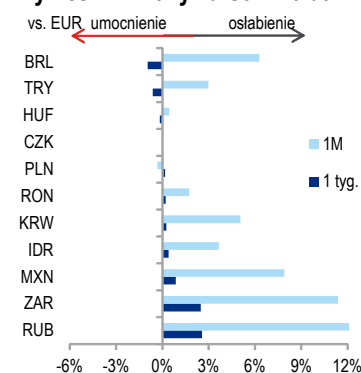
piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

#### Wykres 1. Zmiany kursów walut



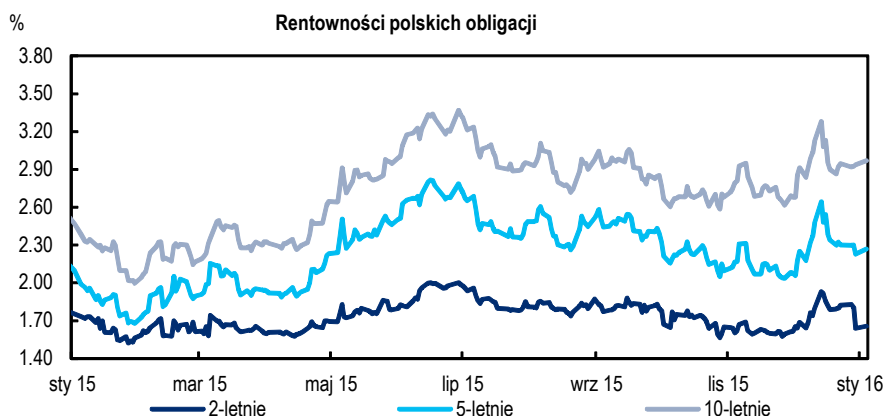
Według stanu na dzień 31.12.2015 r.  
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 16	4,21	3,86	5,77	1,09	1,25	0,05	1,32	0,20	2,20
I KW 17	4,06	3,90	5,72	1,04	1,25	0,05	1,66	0,50	2,33

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 30.11.2015 r.

Wykres 2. Krzywa rentowności wystromiła się w 2015 r. o ponad 50 pb. Spodziewamy się podobnej tendencji w 2016 r.

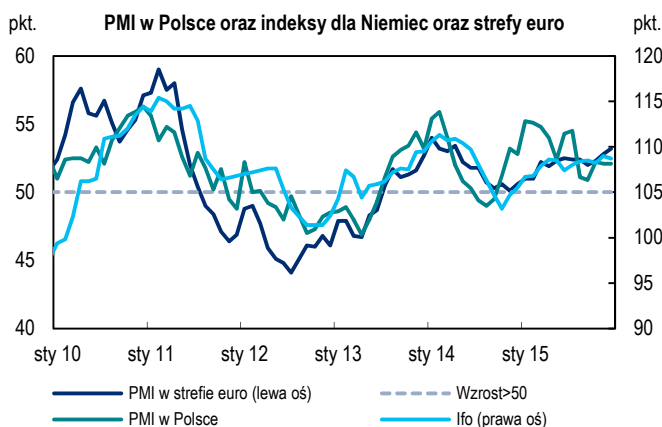


Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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

## Tydzień w wykresach

**Wykres 3. PMI utrzymał się na poziomie 52,1 sygnalizując niezłą kondycję w przemyśle**

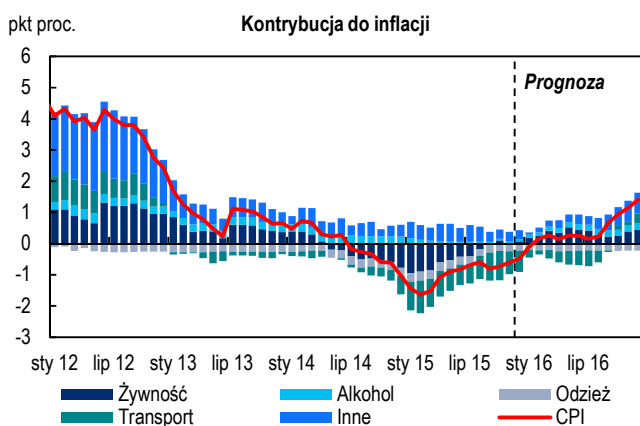


- PMI utrzymał się w grudniu na poziomie 52,1, co było poniżej konsensusu rynkowego (52,3), a także poniżej naszej prognozy na poziomie (52,8). Produkcja i zamówienia eksportowe okazały się najwyższe od lipca ub.r. natomiast pogorszyły się zamówienia krajowe.
- Dostyc wysoki poziom PMI oznacza, że sytuacja w przemyśle jest wciąż dobra, a stabilizacja PMI wskazuje na utrzymanie stosunkowo mocnego (7,5-8%) wzrostu produkcji w grudniu.

**W skrócie: Najnowszy PMI potwierdza, że wzrost gospodarczy przyspieszył w IV kw.**

Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

**Wykres 4. Inflacja rośnie znacznie wolniej niż oczekiwano kilka miesięcy temu (w grudniu oczekujemy -0,5%)**

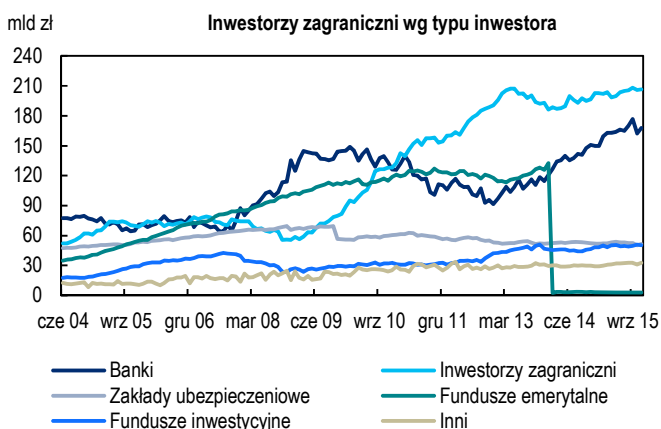


- Ceny konsumentów spadły w grudniu najprawdopodobniej o 0,5% w ujęciu rocznym, co oznacza, że oczekiwany od dłuższego czasu wzrost inflacji jest wolniejszy niż wcześniej zakładaliśmy.
- Do tak słabego wyniku przyczynia się ponowny spadek cen paliw. Ponadto, dynamika cen żywności wydaje się wyjątkowo niska biorąc pod uwagę zachowania sezonowe.
- Tymczasem inflacja netto oscyluje nieco powyżej 0% i nie sygnalizuje istotnej presji popytowej.

**W skrócie: Inflacja to wciąż sprawa przyszłości.**

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

**Wykres 5. Zagraniczni inwestorzy wciąż kupują polskie obligacje; w I kw. MF wyemituje ich 28-36 mld zł**



- Według najnowszych danych MF inwestorzy zagraniczni kupili w listopadzie netto 0,6 mld zł obligacji skarbowych, a saldo za grudzień również było dodatnie.
- Głównym sprzedawcą netto były zagraniczne banki komercyjne, podczas gdy większość pozostałych typów inwestorów kupowało polski dług
- Jednocześnie jednak ich udział w całym rynku obligacji obniżył się do 40,3% z 40,8%.
- MF poinformowało także, że zrealizowało ok. 20% potrzeb pożyczkowych, a do końca I kw. planuje zrealizować 50% emitując obligacje za 28-36 mld zł

**W skrócie: Popyt na polski dług z zagranicy wciąż stabilny.**

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

## Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>4 sty</b> <b>PONIEDZIALEK</b>							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	XII	52,8	52,2	52,1
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	XII	53,0	53,0	53,0
10:00	EA	PMI dla przemysłu	pkt	XII	--	53,1	53,1
14:00	PL	Wstępny szacunek inflacji	% r/r	XII	-0,5	-0,4	-0,7
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XII	--	49,0	48,6
<b>5 sty</b> <b>WTOREK</b>							
08:00	EA	Inflacja	% r/r	XII	--	0,3	0,2
<b>6 sty</b> <b>ŚRODA</b>							
	PL	Święto Trzech Króli					
10:00	EA	PMI dla usług	pkt	XII	--	53,9	53,9
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	XII	--	190	217,0
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	XI	--	-44	-43,9
15:45	USA	ISM dla usług	pkt	XII	--	56	55,9
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XI	--	--	1,5
20:00	USA	Minutes Fed					
<b>7 sty</b> <b>CZWARTEK</b>							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XI	--	0,1	1,8
11:00	EA	Indeks zamówień w przemyśle	pkt	XII	106,0	106,1	106,1
11:00	EA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XI	-0,1	0,3	-0,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	270	287
<b>8 sty</b> <b>PIĄTEK</b>							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	XI	0,2	0,5	0,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XII	--	200	211

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	500	524	546	461	461
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,629	1,656	1,719	1,775	1,872
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,983	13,615	14,197	12,012	12,007
Populacja (mln)	38,2	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4
Stopa bezrobocia (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,5	9,9	9,0
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2,6	3,7	5,0	1,6	1,3	3,3	3,5	3,3
Inwestycje (% r/r)	-12,7	9,7	12,8	-3,9	-5,8	12,6	4,1	3,8
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	2,8	2,0	0,5	0,7	3,1	2,9	3,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,4	2,7	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	4,1
Eksport (% r/r)	-6,3	12,9	7,9	4,6	6,1	6,4	5,6	4,7
Import (% r/r)	-12,4	14,0	5,8	-0,3	1,7	10,0	4,7	5,5
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	1,4
Inflacja CPI (% średnia)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	1,3
Płace nominalne (% r/r)	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,8	3,7	4,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	3,66	1,70	1,39
Rentowność obligacji 10-letnich	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,52	2,60	3,30
USD/PLN (Koniec okresu)	2,86	2,95	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	3,96
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,79	3,90
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,27	4,08
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,19	4,19	4,12
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-17,3	-25,8	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-2,7	-7,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,9	-5,4	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,6	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-10,2	-13,8	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	1,9	-3,3
Eksport	133,1	156,3	184,2	181,0	198,1	210,4	185,1	186,5
Import	143,3	170,1	201,6	190,2	198,5	214,7	183,2	189,8
Saldo usług	4,8	3,1	7,3	8,0	10,1	11,4	9,3	9,6
Saldo dochodów	-12,7	-16,5	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,9	-14,0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8,8	6,9	-14,0	-6,6	-3,4	-8,1	-10,0	-11,0
Rezerwy międzynarodowe	73,4	86,3	89,7	100,3	99,3	94,1	94,1	94,1
Amortyzacja	46,9	44,1	39,1	47,2	49,9	58,2	56,3	51,0
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7,4	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-3,3	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-4,6	-5,1	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-1,5	-1,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	49,8	52,0	52,5	51,6	53,3	47,9	49,8	50,7

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 otrzymaniem 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 ofertą ani 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 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. 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. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów 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.*

*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 000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.*