

CitiWeekly

Inwestycje głównie dzięki samorządom?

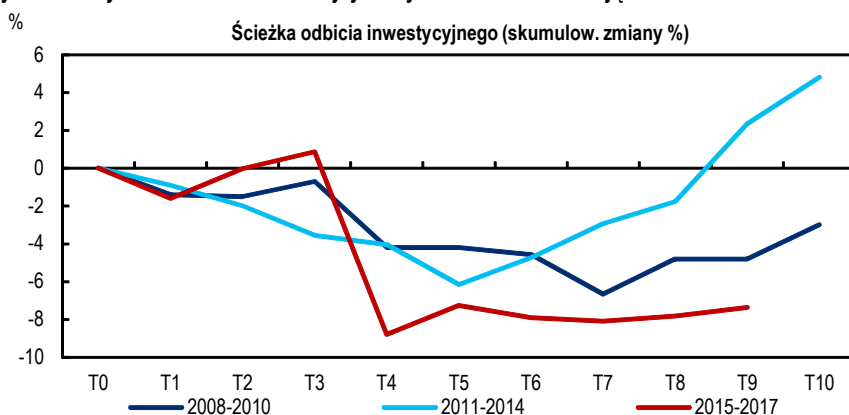
- W tym tygodniu nasza uwaga będzie koncentrować się przede wszystkim na czwartkowej publikacji danych o PKB. Nie chodzi jednak o samo tempo wzrostu gospodarczego, które według wstępnych danych wyniosło w III kwartale 4,7% r/r. Bardziej interesująca będzie struktura tego wzrostu, a przede wszystkim to, w jakim tempie rosły inwestycje.
- Nasze szacunki zakładają wzrost nakładów na środki trwałe w całej gospodarce o 2,7% r/r. Powyższa prognoza jest zauważalnie niższa od konsensusu rynkowego (ankieta Parkietu: 4,5%), a za ostrożnością w szacowaniu inwestycji przemawiają również opublikowane w minionym tygodniu dane o nakładach w dużych firmach. Pokazują one, że inwestycje w firmach zatrudniających ponad 49 osób wzrosły w III kwartale w ujęciu nominalnym 1,7% r/r, co według naszych szacunków wskazuje na stagnację w ujęciu realnym. Trudno te dane uznać za oznakę przełomu inwestycyjnego wśród dużych firm. Z drugiej strony warto odnotować zróżnicowanie pomiędzy poszczególnymi branżami. Głębokie spadki inwestycji dotyczyły głównie górnictwa, wytwarzania i zaopatrywania w energię elektryczną gaz i wodę, podczas gdy silne wzrosty inwestycji odnotowano w handlu i transporcie.
- Trudno zgadywać jak zachowały się inwestycje w małych firmach, jednak w końcu znaczne odbicie zarysowało się w inwestycjach samorządowych, co powoduje, że inwestycje w całej gospodarce (które poznamy w czwartek) mają jednak szanse być „na umiarkowanym plusie”.
- Zainteresowanie inwestycjami w III kwartale nie jest bezpodstawne. Dotychczas ożywienie w nakładach na środki trwałe było rozczarowujące i jeżeli III kwartał nie przyniósł zmiany w tym zakresie, trudno będzie zachować optymizm odnośnie przyszłorocznego wzrostu PKB. W sytuacji gdy konsumpcja wyhamuje w związku z wygasaniem efektu 500+, odpowiedzialność za napędzanie wzrostu PKB spocznie bowiem głównie na inwestycjach. Utrzymanie około 4% wzrostu w 2018 r. byłoby bardzo trudne bez ożywienia w inwestycjach.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 17	4,25	3,60	4,83	1,18	1,50	0,00	1,73	0,50	2,20
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 18.10.2017.

Wykres 3. Dotychczas odbicie w inwestycjach było mocno rozczarowujące



Źródło: GUS, Citi Handlowy

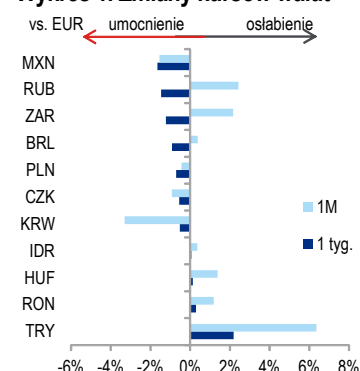
Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

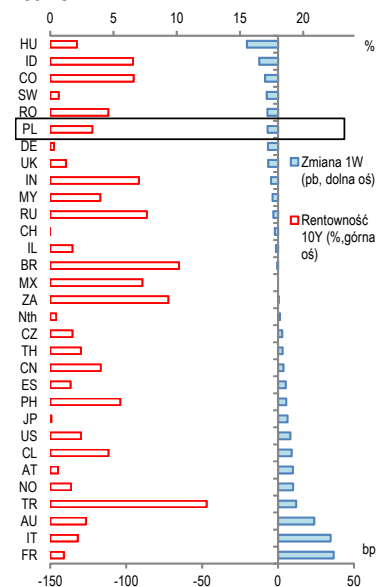
+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 24.11.2017 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich

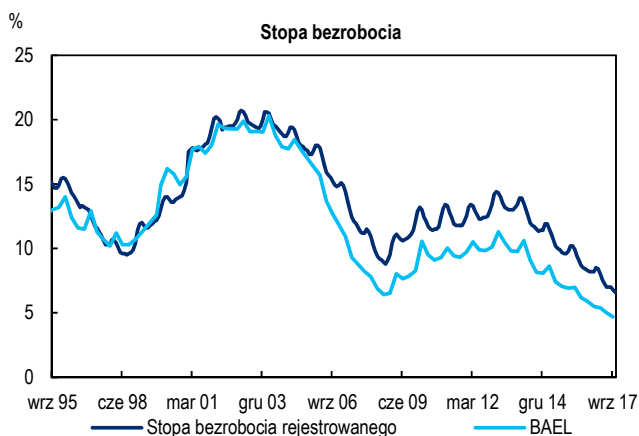


Według stanu na dzień 24.11.2017 r.
Źródło: Reuters.

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

Tydzień w wykresach

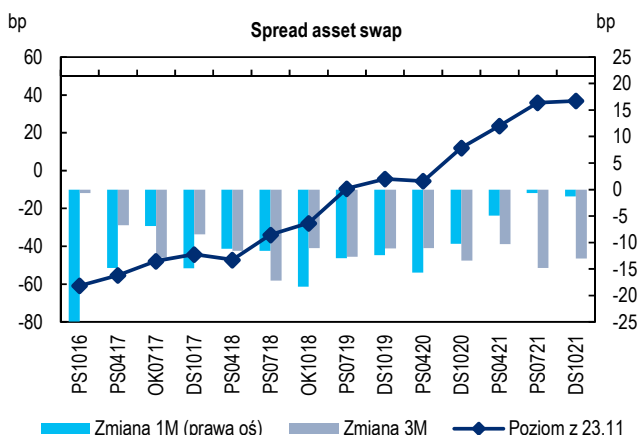
Wykres 4 Dalszy spadek stopy bezrobocia i oczekiwane odbicie PMI



- Stopa bezrobocia spadła w październiku do 6,6% z 6,8%, co było nieco poniżej oczekiwań rynku na poziomie 6,7%. Zgodnie z metodologią BAEL stopa bezrobocia obniżyła się w III kw. do 4,7% z 5%. W kolejnych miesiącach oczekujemy kontynuacji trendu spadkowego stopy bezrobocia.
- W listopadzie spodziewamy się wzrostu indeksu PMI w do 54 po nieoczekiwanym spadku do 53,4 w październiku. Wsparciem dla naszej prognozy jest dalszy wzrost PMI dla strefy euro oraz imponujący wzrost niemieckiego Ifo.
- W przypadku danych o listopadowej inflacji, oczekujemy wzrostu do poziomu 2,3% r/r pod wpływem wyższych cen paliw. Ryzyko leży po stronie wyższego od przewidywanego odczytu CPI.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

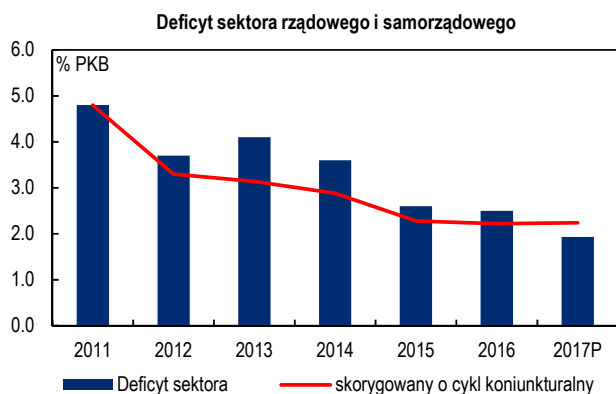
Wykres 5. Niska podaż wspiera ceny obligacji



- Na ubiegłotygodniowej aukcji obligacji resort finansów sprzedał obligacje za 4 mld zł przy bardzo wysokim popycie 13,5 mld zł, który obrazował dużą płynność rynku po wcześniejszych niskich emisjach i dużych zapadalnościach w październiku. W rezultacie doszło do umocnienia na rynku długu i dalszego zawężenia spreadów asset swap. Spread ten jest obecnie rekordowo niski dla 2-letnich obligacji (-50 pkt), a dla 10-letnich obligacji wynosi 20 pkt.
- Na koniec listopada Ministerstwo Finansów zrealizowało ok. 96% potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok (ok. 143 mld zł) i ok. 14% na 2018 r. (181 mld zł). W tym tygodniu poznamy przewidywaną podaż na grudniowej aukcji obligacji.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Likwidacja „30-krotności” wesprze ZUS w 2018 roku



- W piątek Sejm przyjął ustawę znoszącą limit, powyżej którego podatnicy o najwyższych wynagrodzeniach nie płacą składek na ubezpieczenia emerytalne i rentowe (w 2017 roku limit ten wynosił 127,9 tys. zł).
- Zmiana ma przynieść sektorowi finansów publicznych około 5,4 mld zł, z czego ponad połowa zostanie pokryta przez przedsiębiorców w postaci wyższych kosztów pracy. Pozostała część obniży dochody do dyspozycji podatników o wysokich dochodach.
- Zmiana może mieć negatywny wpływ na stopę oszczędności sektora prywatnego, a przez to również na stopę inwestycji.

Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, prognoza Citi Handlowy

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
27 lis PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	X	628	620	667
28 lis WTOREK							
14:30	USA	Bilans handlowy	mln \$	X	-65.1	-65.5	-64.1
16:00	USA	Zaufanie konsumentów Conference Board	pkt	X	--	124.0	125.9
29 lis ŚRODA							
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	XI	115.8	114.6	114.0
14:30	USA	PKB	% r/r	III kw.	3.3	3.2	3.0
30 lis CZWARTEK							
02:00	CN	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	51.5	51.6
02:00	CN	PMI dla usług	pkt	XI	--	--	54.3
--	--	Spotkanie OPEC	--	--	--	--	--
10:00	PL	PKB	% r/r	III kw.	4.7	4.7	3.9
10:00	PL	Konsumpcja prywatna	% r/r	III kw.	4.9	4.9	4.9
10:00	PL	Inwestycje	% r/r	III kw.	2.7	4.5	0.8
11:00	EUR	Inflacja	% r/r	XI	1.5	1.6	1.4
14:00	PL	Inflacja	% r/r	XI	2.3	2.3	2.1
14:30	USA	Bazowy PCE	% m/m	X	0.2	0.1	0.1
14:30	USA	Dochody osobiste	% m/m	X	0.3	0.3	0.4
14:30	USA	Wydatki osobiste	% m/m	X	0.3	0.3	1.0
1 gru PIĄTEK							
02:45	CN	PMI dla przemysłu Caixin	pkt	XI	--	50.9	51.0
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	XI	54.0	53.8	53.4
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	62.5	62.5
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	XI	60.0	--	60.0
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XI	58.7	58.4	58.7

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	536	621
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,959	2,078
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,417	12,226	13,995	16,242
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,8	6,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,8	2,7	4,1	3,5
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	2,8	7,8
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,6	4,0	3,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,6	3,6
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	9,0	6,0	5,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	8,9	7,7	6,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,8	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,9	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	5,0	6,5	6,5
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	1,63	2,90
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,40	4,20
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,53	3,32
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,71	3,36
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,23	4,13
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,16
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-4,9	-8,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,9	-1,3
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	2,2	-1,5	-4,4
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,7	203,8	211,6
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	205,2	216,0
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	15,2	15,8	16,7
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-17,6	-17,4	-17,6
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	115,0	123,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,4	-2,2	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,6	-1,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,5	49,6

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.