

CitiMonthly

Czy można skruszyć chiński mur?

- W temacie miesiąca poruszamy kwestię „wojen handlowych” i ich potencjalnego wpływu na polską gospodarkę.
- Bezpośrednie powiązania gospodarcze Polski i Chin są relatywnie słabe. Ewentualny niekorzystny wpływ konfliktu handlowego na krajową gospodarkę nastąpiłby w sposób pośredni - poprzez pogorszenie koniunktury w Niemczech.
- W podstawowym scenariuszu oczekujemy, że finalny wpływ sporów handlowych na Polskę będzie nieznaczny. Niemniej obecna sytuacja na świecie jest czynnikiem ograniczającym możliwość rewizji prognoz PKB w górę.
- Wzrost gospodarczy w II kwartale zaskoczył pozytywnie, podobnie jak w I kw. Dynamika konsumpcji pozostała wysoka, jednak inwestycje rozczarowały. W kolejnych kwartałach spodziewamy się stopniowego spowolnienia gospodarki.
- Tymczasem inflacja może spadać jeszcze do końca roku, choć w inflacji bazowej widać już odbicie.
- Bardzo dobre wyniki gospodarki przekładają się na wzrost dochodów budżetowych, a deficyt sektora rządowego i samorządowego może w tym roku spaść nawet poniżej 1% PKB.
- Polityka pieniężna jest wciąż łagodna i RPP zastrzega, że nie zamierza podwyższać stóp procentowych do końca 2019 r. Oczekujemy czterech podwyżek stóp w 2020 r., a więc dopiero po podwyżce stóp przez EBC.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

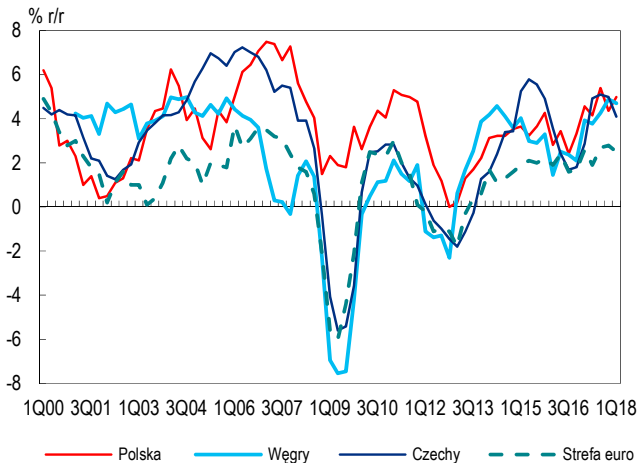
Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	II kw. 18P	III kw. 18P	IV kw. 18P	I kw. 19P	II kw. 19P	III kw. 19P
PKB (% r/r)	5,1	4,5	4,4	3,7	3,9	3,8
Inwestycje (% r/r, śr.)	4,5	5,4	5,5	5,5	6,0	6,0
Konsumpcja prywatna (% r/r, śr.)	4,9	4,9	4,4	4,0	3,8	3,6
Inflacja (% r/r, średnia)	1,7	2,0	1,7	2,4	2,8	2,9
Stopa bezrobocia (%)	5,9	5,8	6,0	6,2	5,5	5,3
Stopa ref. NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
EURPLN	4,37	4,27	4,33	4,34	4,35	4,31
USDPLN	3,74	3,69	3,73	3,81	3,88	3,72
Rentown. obligacji 10L (%)	3,21	3,30	3,40	3,50	3,55	3,65
EURUSD	1,17	1,16	1,16	1,14	1,12	1,16
Stopa Fed (%)	2,00	2,25	2,50	2,75	3,00	3,00
Stopa depozytowa EBC (%)	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy składowych PKB i inflacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 20.07.2018 r.; R – realizacja, P-prognoza

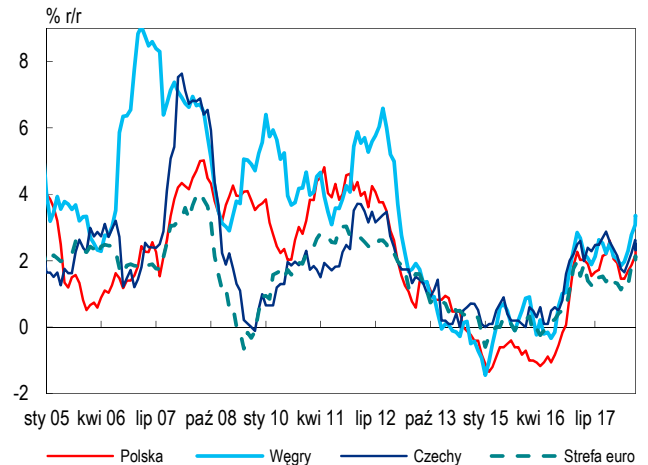
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



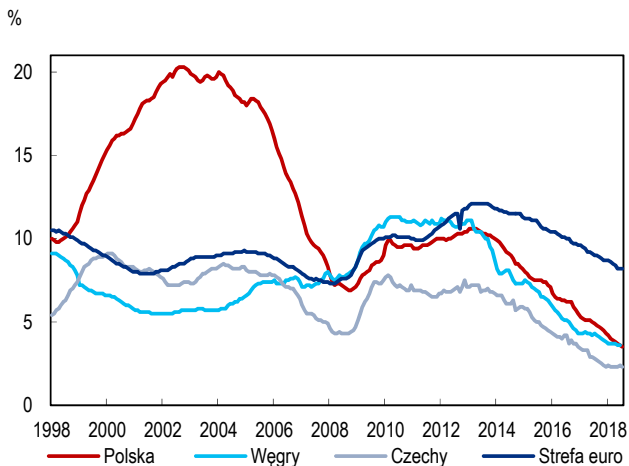
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



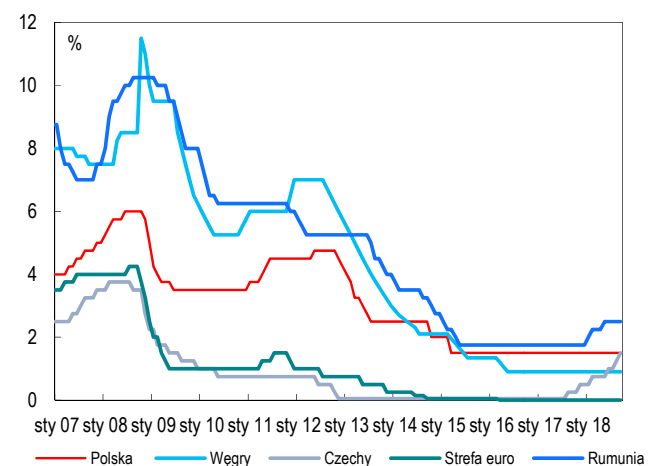
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



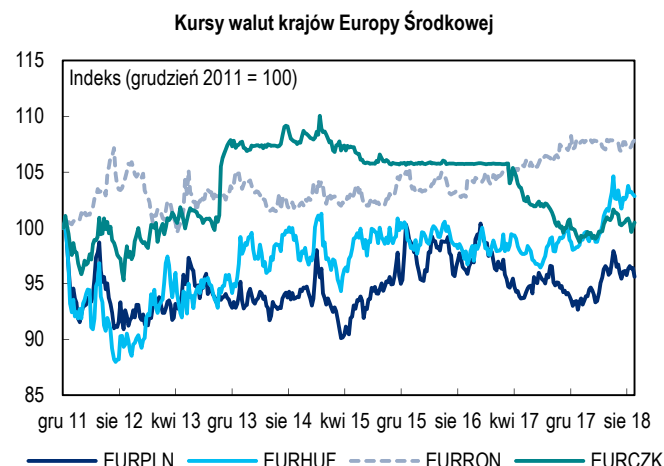
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



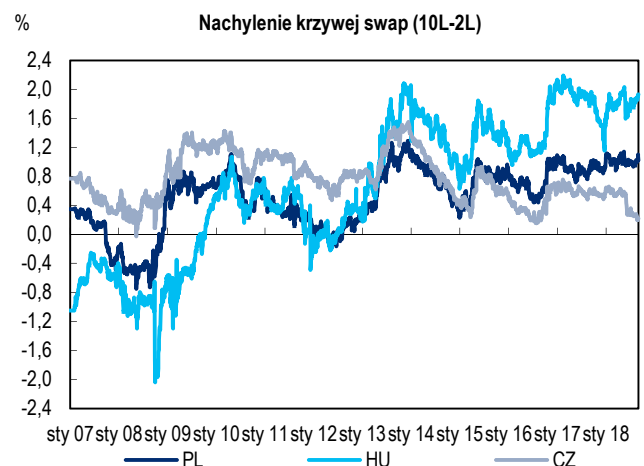
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 6. Nachylenie krzywej swap (10 lat - 2 lata)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Temat miesiąca

Czy można skruszyć chiński mur?

- W temacie miesiąca poruszamy kwestię „wojen handlowych” i ich potencjalnego wpływu na polską gospodarkę.
- Biorąc pod uwagę stosunkowo niewielkie bezpośrednie powiązania handlowe Polski i Chin sądzimy, że największy niekorzystny wpływ konfliktu handlowego na krajową gospodarkę odbyłby się przez kanał pośredni – osłabienie koniunktury w Niemczech.
- Oczekujemy, że finalny efekt sporów handlowych na Polskę będzie nieznaczący. Niemniej obecna sytuacja na świecie jest czynnikiem ograniczającym przestrzeń dla ewentualnych rewizji prognoz PKB w górę.

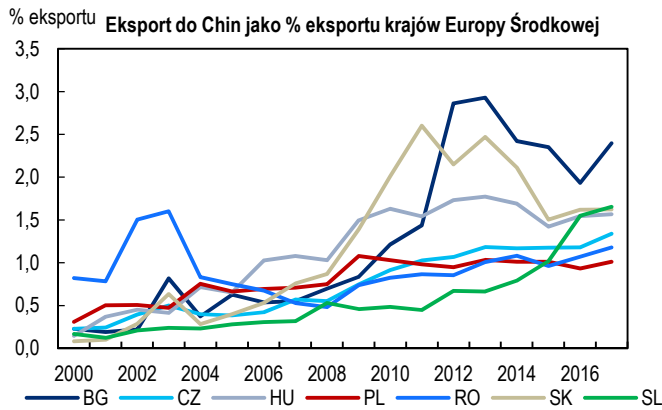
Od pewnego czasu istotny wpływ na nastroje rynkowe, a także prognozy gospodarcze, ma konflikt handlowy między USA i Chinami. Próby poprawy bilansu handlowego USA prowadzą również do sporu handlowego między USA i Unią Europejską, a także prób renegotjacji porozumienia handlowego w ramach NAFTA czy umowy handlowej z Japonią. Niemniej to właśnie konflikt z Chinami wydaje się mieć obecnie największe znaczenie dla rynków finansowych, głównie ze względu na skalę chińskiej gospodarki. Poza wymiarem ekonomicznym kwestia chińska jest istotna także dla części amerykańskich wyborców, co ma znaczenie przed zbliżającymi się częściowymi wyborami parlamentarnymi w USA (listopad 2018 r.) i co najmniej do tego czasu trudno oczekiwać załagodzenia sytuacji.

Administracja amerykańska zdecydowała się wprowadzić nowe 10%-owe cła na towary importowane z Chin o wartości 200 mld \$. Potencjalnie mogą one zostać podniesione do 25% w styczniu 2019 r. Taka decyzja może mieć pośredni wpływ także na Europę, a zagrożeniem dla wzrostu PKB w Unii Europejskiej jest ewentualna konfrontacja UE ze Stanami Zjednoczonymi (m.in. w kwestii eksportu samochodów). Nie bez znaczenia jest pośredni wpływ sporu handlowego USA-Chiny na popyt na europejski eksport w efekcie prawdopodobnego spowolnienia w Chinach. Z drugiej strony, paradoksalnie napięcia handlowe między Stanami Zjednoczonymi a Chinami mogą być pozytywne dla krajów europejskich w rezultacie możliwego zacieśnienia relacji handlowych między Chinami i UE. Między innymi z tego względu sądzimy, że bezpośredni, a także pośredni wpływ konfliktu handlowego USA-Chiny na aktywność gospodarczą krajów Europy Środkowej będzie stosunkowo ograniczony.

Choć małe i otwarte gospodarki, do których należą kraje środkowoeuropejskie są stosunkowo wrażliwe na zewnętrzne szoki popytowe, ich powiązania z Chinami są relatywnie słabe. Udział Chin w całkowitym eksporcie wzrósł w ostatnich latach, ale w większości przypadków jest mniejszy niż 2% (Wykres 7). Nawet jeśli weźmiemy pod uwagę, że towary są najpierw wysyłane na inne rynki, a później reeksportowane do Chin, nie zmienia to ogólnego obrazu sytuacji. Według danych OECD krajowa wartość dodana towarów, które trafiają do Chin stanowi ok. 0,6-1,9% całkowitej wartości dodanej gospodarek Europy

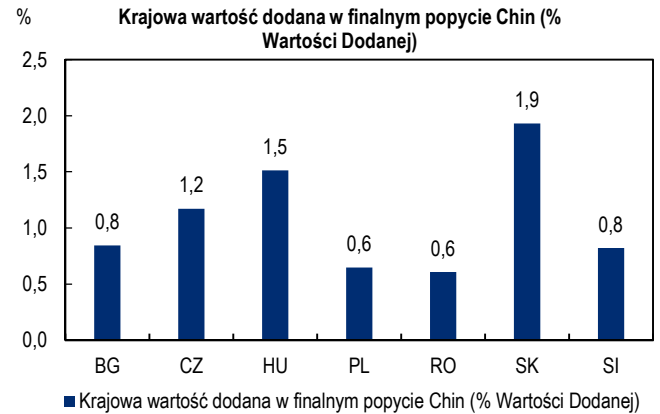
Środkowej (Wykres 8). W takim ujęciu Polska obok Słowacji ma najmniejszą ekspozycję na Chiny.

Wykres 7. Udział Chin w całkowitym eksporcie Polski jest niski, także na tle innych krajów Europy Środkowej



Źródło: Haver, MFW, Citi Handlowy

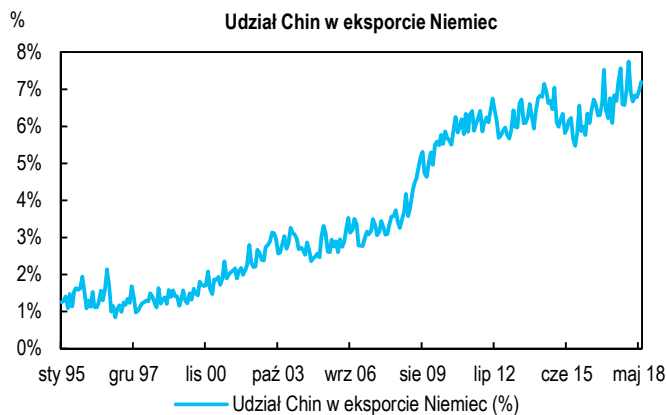
Wykres 8. Ekspozycja na Chiny jest niewielka nawet uwzględniając eksport pośredni



Źródło: OECD TiVA (2016), Citi Handlowy, Najbardziej aktualne dane dostępne za rok 2011

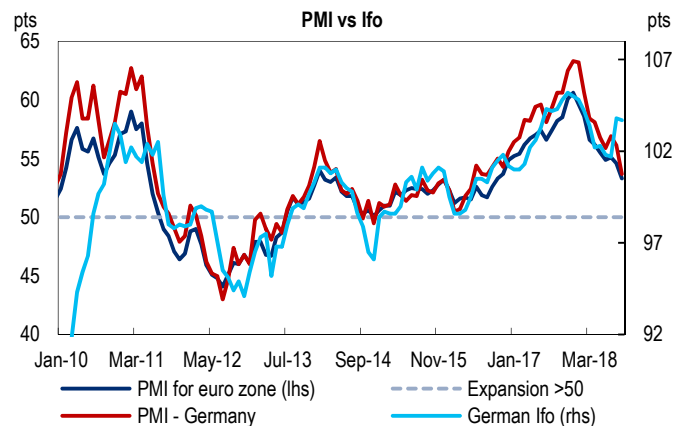
Ponadto, wydaje się, że wpływ nowych cel na wzrost gospodarczy u głównych partnerów handlowych krajów Europy Środkowej może okazać się stosunkowo niewielki. Ekonomiści Citi spodziewają się, że łączny efekt wprowadzenia i podwyższenia cel na chińskie towary eksportowane do USA może obniżyć wzrost PKB w Chinach o ok. 1 pkt. proc. Eksport do Chin stanowi obecnie ok. 7% całkowitego eksportu Niemiec (ok. 3% PKB), a spadek eksportu do Chin o 10% obniżyłby wzrost PKB w Niemczech o 0,3 pkt proc. Według aktualnych szacunków ekonomistów Citi na Europę łączny skumulowany efekt dotychczas ogłoszonych cel na niemiecki wzrost gospodarczy może wynieść 0,1-0,2 pkt proc. To z kolei oznacza, że wpływ na gospodarkę Europy Środkowej byłby prawdopodobnie znacznie mniejszy i nie zmieniłby istotnie naszych prognoz. Wpływ konfliktu handlowego na Niemcy i gospodarkę regionu powinien być jeszcze niższy jeśli chińskie władze zdecydują się wprowadzić działania stymulujące rynek wewnętrzny, które zrównoważą wpływ cel wprowadzony przez USA lub gdy niemieckie przedsiębiorstwa będą w stanie zwiększyć udziały rynkowe na chińskim rynku kosztem firm amerykańskich.

Wykres 9. Udział Chin w eksporcie Niemiec rośnie od lat i prawdopodobnie ten trend będzie kontynuowany



Źródło: Haver, Citi Handlowy

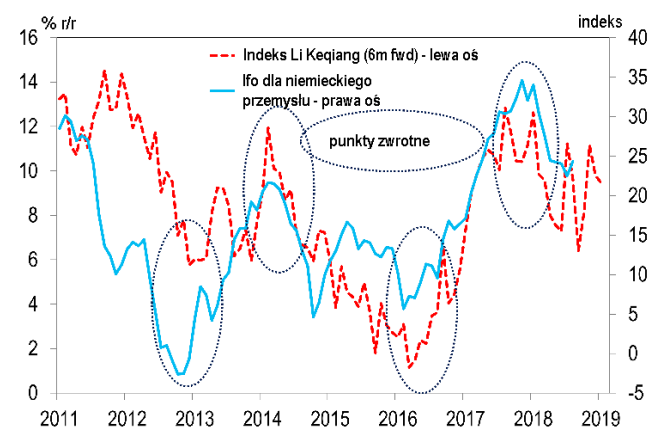
Wykres 10. Indeksy PMI koniunktury dla przemysłu Niemiec i strefy euro spadają, niemiecki Ifo lekko odreagował ...



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

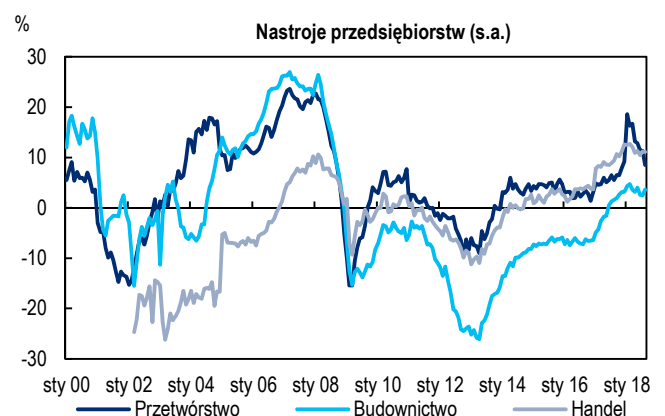
Gdyby wzrost gospodarczy w Chinach spowolnił znacznie bardziej do poziomów z lat 2015/2016 przemysł niemiecki mógłby jednak wówczas wpaść w recesję z dużym przełożeniem na całą strefę euro oraz Polskę. Warto też mieć na uwadze, że od lat udział eksportu do Chin w niemieckim eksporcie konsekwentnie rośnie, a niemieckie firmy dokonują znacznych inwestycji w fabryki w Chinach. Tym samym w dłuższej perspektywie wyniki chińskiej gospodarki będą miały coraz większe znaczenie dla gospodarki niemieckiej, a także coraz większy pośredni wpływ na sytuację gospodarczą gospodarek Europy Środkowej. Z drugiej strony nawet w przypadku problemów niemieckiego przemysłu obecnie władze Niemiec mają bardzo dużą przestrzeń fiskalną, aby stymulować gospodarkę poprzez zwiększenie deficytu.

Wykres 11. ... ale spadek chińskiego indeksu koniunktury sygnalizuje pogorszenie w niemieckim przemyśle



Źródło: Ifo, Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 12. Nastroje zaczęły się pogarszać także w krajowym przemyśle

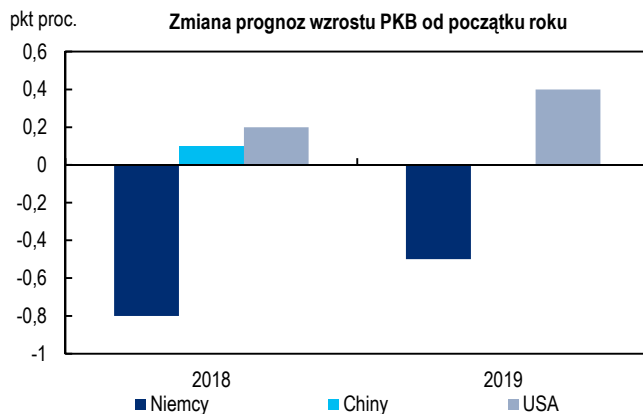


Źródło: GUS, Citi Handlowy

Nie sądzimy, aby „wojny handlowe” były na obecnym etapie wystarczająco zaawansowane, aby przyczyniły się do rewizji w dół naszych prognoz wzrostu gospodarczego dla Polski. Niemniej powyższa sytuacja pozostaje istotnym negatywnym czynnikiem ryzyka. Nieprzewidywalność relacji amerykańsko-chińskich oraz niepewność dotycząca perspektyw wojen

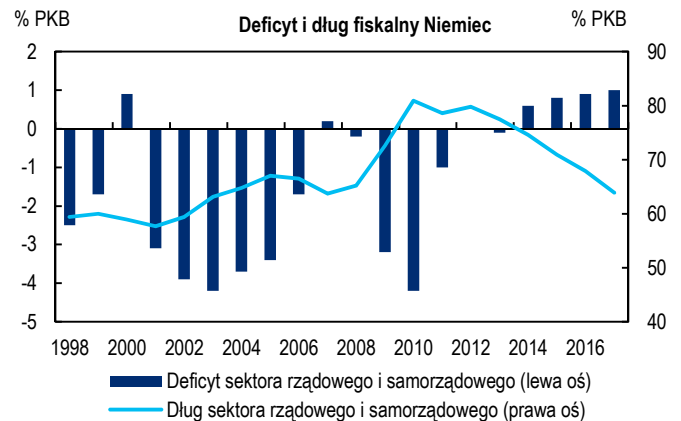
handlowych mogłaby negatywnie wpłynąć na nastroje przedsiębiorstw, w tym zwłaszcza w przemyśle przetwórczym. Ponadto zmiana prognoz wzrostu dla gospodarki chińskiej mogłaby prowadzić do opóźnień w decyzjach inwestycyjnych w Polsce oraz innych krajach regionu. Jednak ostatnio publikowane wskaźniki gospodarcze sugerują, że wzrost gospodarczy w Polsce mógłby być w tym roku wyższy niż zakłada nasza aktualna prognoza na poziomie 4,7% na rok 2018 i 3,9% na rok 2019. Tym samym w perspektywie kolejnych kwartałów traktujemy takie czynniki jak konflikty handlowe na świecie, czy zwirowania w Turcji oraz sytuacja polityczna we Włoszech, jako argumenty ograniczające przestrzeń do rewizji prognoz w górę. Te same czynniki będą także ograniczać skłonność Rady Polityki Pieniężnej do podwyższenia stóp procentowych.

Wykres 13. Prognozy wzrostu gospodarczego dla Niemiec są rewidowane w dół stopniowo od początku roku (prognozy Citi)



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 14. Niemcy zbudowały sporą przestrzeń fiskalną do pobudzenia wzrostu w razie potrzeby



Źródło: Haver, Citi Handlowy

Gospodarka w skrócie

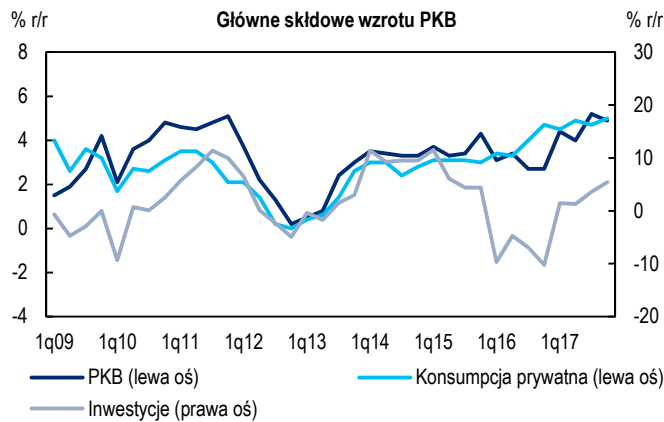
Polacy trzymają się mocno

- Wzrost gospodarczy w II kwartale zaskoczył w górę podobnie jak w I kw. Niemniej stało się to przy wciąż bardzo mocnej konsumpcji prywatnej i jednocześnie rozczarowujących inwestycjach.
- Bardzo dobre wyniki gospodarki napędzają dochody budżetowe, a deficyt sektora rządowego i samorządowego może w tym roku nie przekroczyć 1% PKB. Planowany deficyt budżetowy na przyszły rok w relacji do PKB jest najniższy w historii, a do tego budżet na 2019 r. pozostaje stosunkowo konserwatywny.
- Polityka pieniężna jest wciąż łagodna i RPP zastrzega, że nie zamierza podwyższać stóp procentowych do końca 2019 r. Oczekujemy czterech podwyżek stóp w 2020 r. po tym jak do podwyżek stóp przystąpi już EBC.
- Złoty i rentowności obligacji pozostają wyjątkowo stabilne mimo podwyższonej zmienności na rynkach wschodzących oraz wzrostów rentowności na bazowych rynkach długu.

Mocny PKB, ale wciąż słabe inwestycje

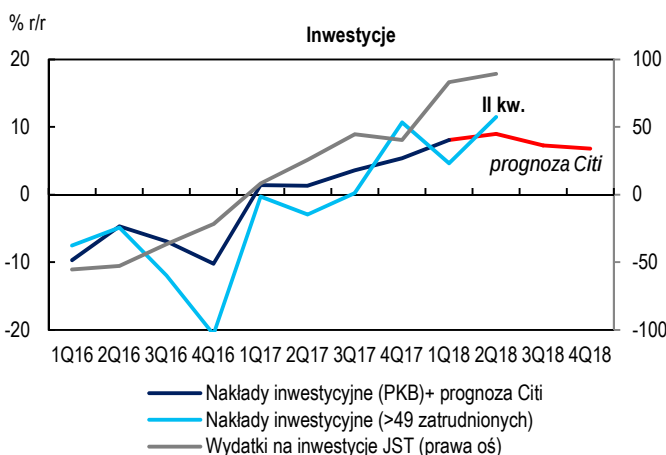
Dane napływające z gospodarki w tym roku zaskakiwały najczęściej pozytywnie. W II kwartale wzrost PKB wyniósł aż 5,1% r/r, jedynie nieznacznie poniżej tempa wzrostu z I kw., ale wciąż zdecydowanie powyżej potencjalnego tempa wzrostu. Mimo pozytywnych niespodzianek w zagregowanych wskaźnikach, struktura wzrostu okazała się nieco rozczarowująca, gdyż bardzo mocnej konsumpcji towarzyszyła słaba aktywność inwestycyjna. Nakłady na środki trwałe wzrosły w II kwartale jedynie o 4,5% r/r, nawet pomimo wzrostu wydatków inwestycyjnych samorządów o niemal 90% oraz mimo dwucyfrowego wzrostu w przypadku dużych przedsiębiorstw zatrudniających ponad 49 osób. Wydaje się to sugerować, że małe i średnie firmy wciąż niechętnie rozpoczynają większe projekty inwestycyjne. Biorąc pod uwagę, że nakłady inwestycyjne samorządów najprawdopodobniej spowolnią po październikowych wyborach, perspektywy na kolejne kwartały dla inwestycji w całej gospodarce nie wyglądają zbyt optymistycznie. Z drugiej strony wciąż pozytywnie zaskakuje konsumpcja prywatna. Nasze aktualne prognozy zakładają stopniowe spowolnienie wzrostu PKB w II połowie 2018 r., a także w 2019 r., ale nawet mimo spowolnienia wzrost powinien pozostać wystarczająco mocny, by przyczynić się do dalszego nasilenia presji płacowej i cenowej.

Wykres 15. Wzrost PKB w II kwartale zaskoczył w górę głównie dzięki konsumpcji prywatnej, podczas gdy inwestycje rozczarowały



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 17. Inwestycje rozczarowały mimo znacznego wzrostu wydatków inwestycyjnych samorządów i dużych przedsiębiorstw



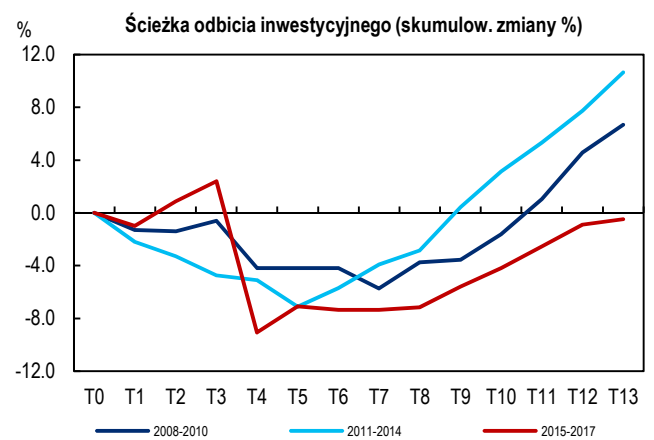
Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 19. Wykorzystanie mocy wytwórczych pozostaje blisko rekordowo wysokich poziomów



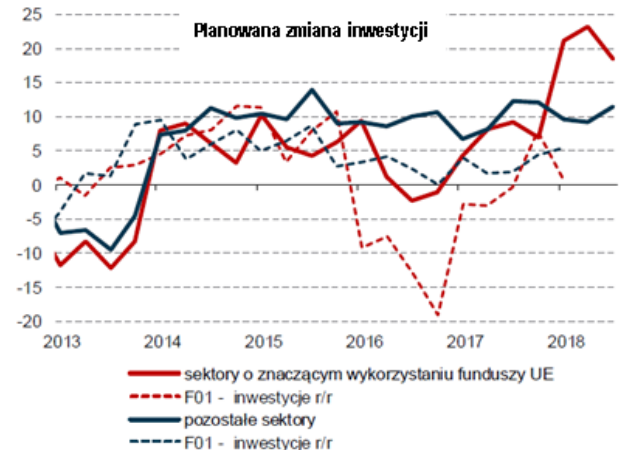
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 16. Ścieżka ożywienia inwestycji jest wolniejsza niż w poprzednich cyklach



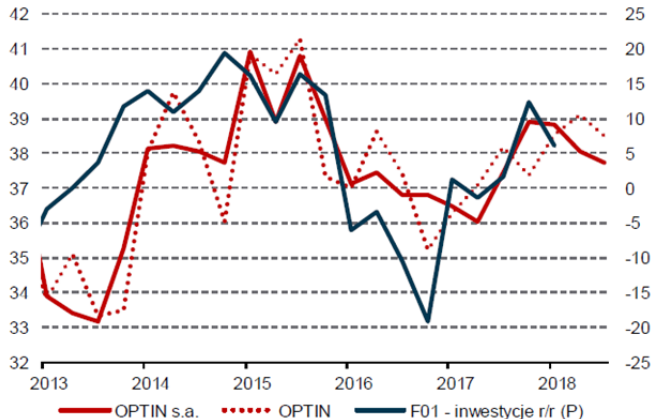
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 18. Inwestycje publiczne rosną wspierane przez większy napływ środków unijnych



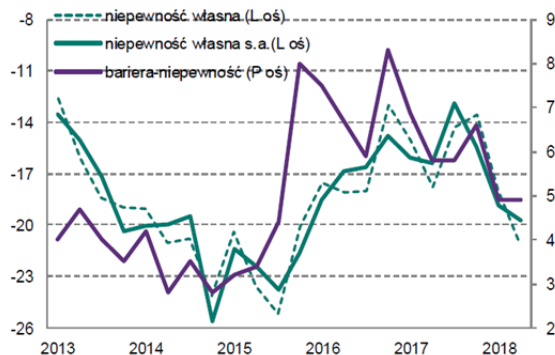
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 20. Nastroje przedsiębiorstw pogorszyły się w ostatnim czasie co nie sprzyja perspektywom dalszego odreagowania inwestycji



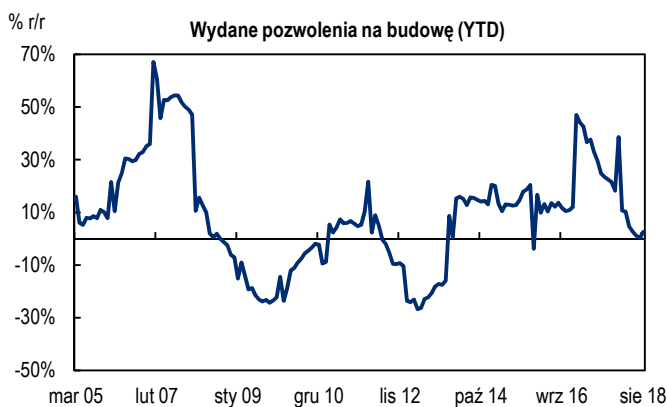
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 21. Nastroje firm pogorszyły się mimo spadku niepewności własnej firm [ocena niepewności, saldo w pkt proc.]



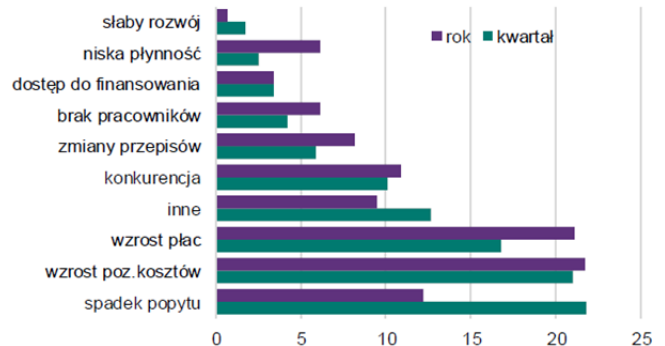
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 23. Szczyt w produkcji budowlanej najprawdopodobniej minął, a na dalsze spowolnienie wskazuje spowolnienie wydanych pozwoleń na budowę



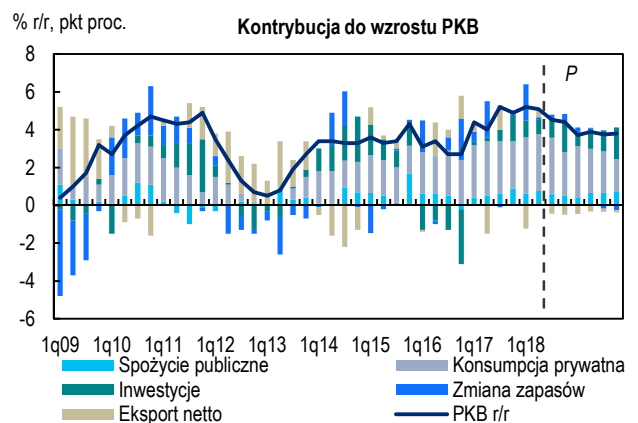
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 22. Głównym powodem jest spodziewane pogorszenie prognoz popytu oraz wzrost kosztów [przyczyny pogorszenia prognoz kwartalnych i rocznych, w %]



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 24. Spodziewamy się stopniowego wyhamowanie wzrostu PKB, ale pozostanie on wysoki prowadząc do narastania luki popytowej

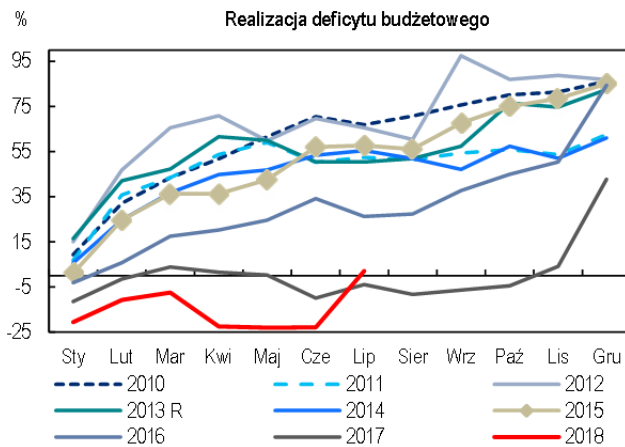


Źródło: NBP, Citi Handlowy

Niski deficyt fiskalny

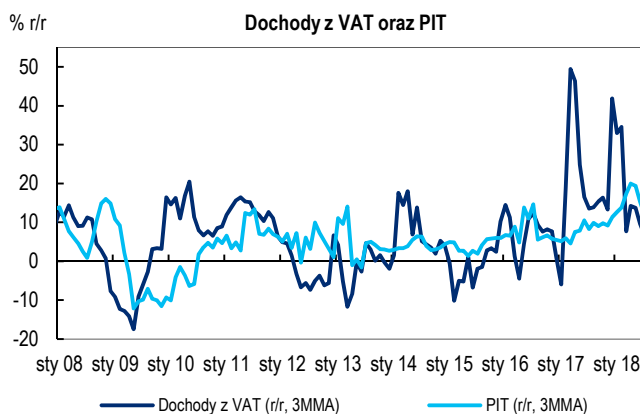
Budżet centralny wciąż korzysta z wyjątkowo mocnej aktywności gospodarczej. W lipcu budżet zanotował jednak wysoki miesięczny deficyt, co doprowadziło do pogorszenia skumulowanego salda za pierwsze siedem miesięcy roku do niewielkiego deficytu wobec wysokiej nadwyżki po czerwcu. Naszym zdaniem był to najprawdopodobniej efekt czynnika jednorazowego. Prawdopodobnie Ministerstwo Finansów zdecydowało się przyspieszyć zwroty VAT oraz wypłaty odsetek od obligacji, co wyraźnie zwiększyło koszty obsługi długu w lipcu. Te czynniki przyczyniły się do pogorszenia wyniku budżetu, ale nie wpłyną istotnie na nasze prognozy wykonania budżetu na cały rok. Deficyt budżetu centralnego najprawdopodobniej osiągnie w tym roku ok. 15-20 mld zł wobec wstępnego planu na poziomie 41,5 mld zł. Przyczynia się do tego bardzo dobra sytuacja na rynku pracy, która poza pozytywnym wpływem na dochody z VAT i PIT, przyczynia się do ograniczenia dotacji z budżetu do FUS.

Wykres 25. Saldo budżetu wyraźnie się pogorszyło w lipcu za sprawą wzrostu kosztów obsługi długu



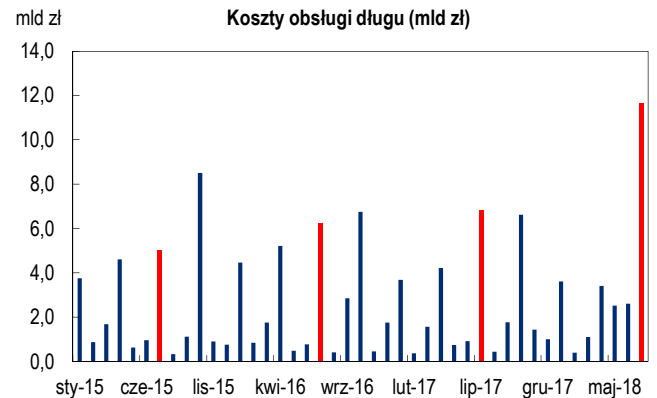
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 27. Dochody z VAT rosną wolniej niż w ubiegłym roku



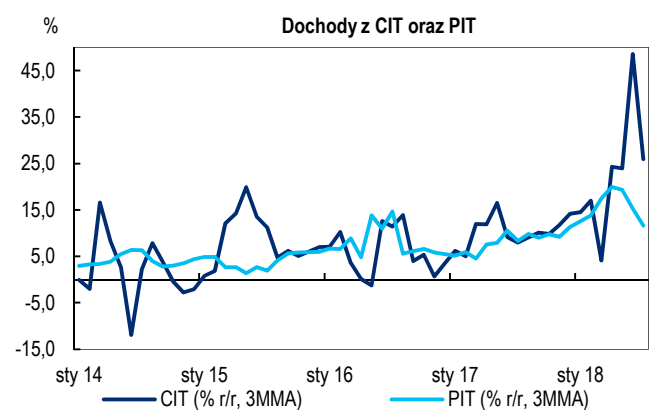
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 26. ... które wzrosły częściowo prawdopodobnie za sprawą przejściowego efektu związanego z przyspieszeniem wypłat odsetek



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

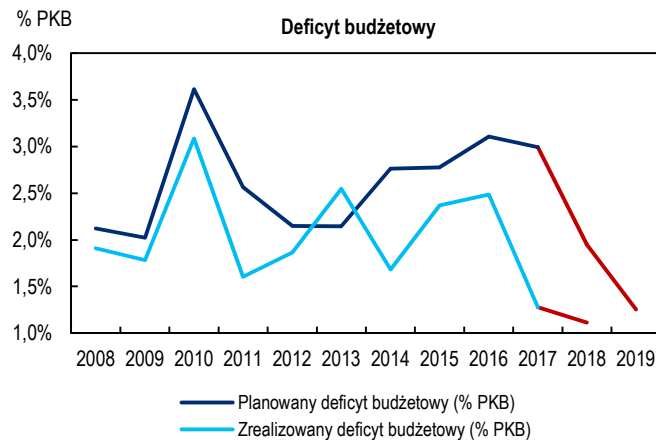
Wykres 28. Dochody z CIT i PIT przyspieszyły



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

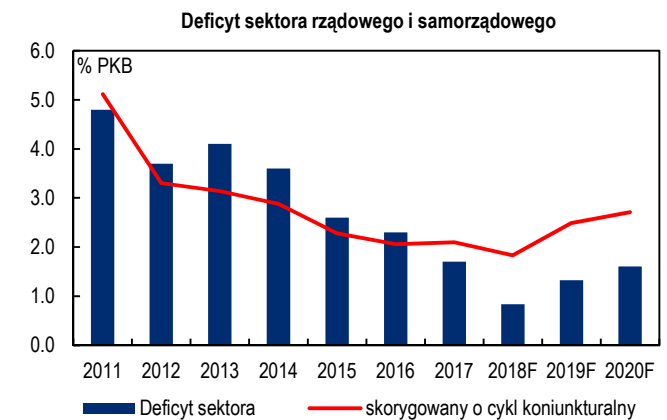
Deficyt całego sektora rządowego i samorządowego prawdopodobnie obniży się poniżej 1% PKB i będzie znacznie niższy niż wskazuje obecnie konsensus rynkowy (1,7% PKB według ankiety Bloomberg). Zredukowany deficyt oznacza także mniejsze niż wcześniej planowano potrzeby pożyczkowe w tym roku, co daje resortowi finansów odpowiednią przestrzeń i elastyczność w kształtowaniu polityki emisyjnej obligacji. Taka sytuacja w obliczu utrzymujących się na dość wysokim poziomie depozytów Ministerstwa Finansów umożliwia ograniczenie podaży obligacji na kolejnych aukcjach. To z kolei, obok łagodnego tonu RPP oraz stosunkowo niskiej i stabilnej inflacji, pozwala wyjaśnić wyjątkową stabilizację rentowności obligacji skarbowych nawet mimo wyprzedaży na rynkach wschodzących w trakcie lata. Jednocześnie te same czynniki będą wspierać ceny długu w okresach podwyższonej zmienności także w kolejnych miesiącach.

Wykres 29. Planowany deficyt budżetowy na przyszły rok w relacji do PKB będzie najniższy w historii, a budżet jest stosunkowo zachowawczy



Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

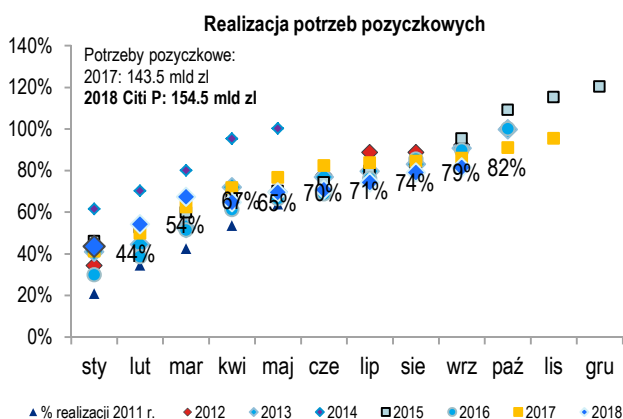
Wykres 30. Sądzymy, że deficyt sektora rządowego i samorządowego może obniżyć się nawet poniżej 1% PKB



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

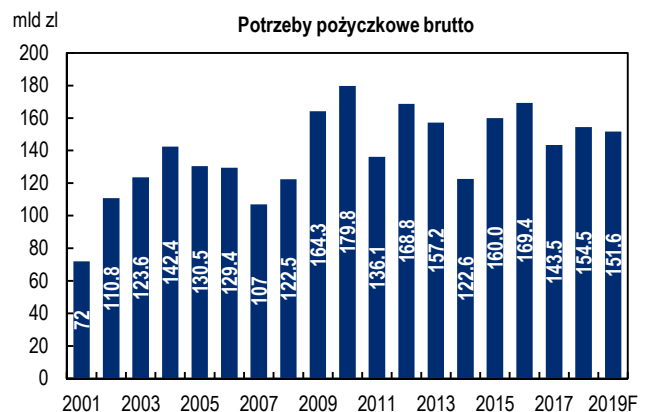
Projekt budżetu na rok 2019 zawiera dosyć ostrożne założenia makroekonomiczne, które nie różnią się znacząco od naszego scenariusza bazowego. Ministerstwo Finansów zaplanowało deficyt na poziomie 28,5 mld zł i zakłada jedynie umiarkowany wzrost wydatków publicznych, zgodnie z regułą wydatkową. Z przedstawionych liczb wynika, że perspektywa wyborów parlamentarnych na jesieni 2019 r. nie miała istotnego wpływu na kształt budżetu. Ponadto, choć polityka fiskalna pozostaje relatywnie łagodna, deficyt budżetowy publikowany przez resort finansów pozostaje niski, wspierany przez mocny wzrost gospodarczy.

Wykres 31. Realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 32. Potrzeby pożyczkowe w 2019 r. prawdopodobnie będą zbliżone do tegorocznych



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Inflacja wciąż niska, a RPP spokojna

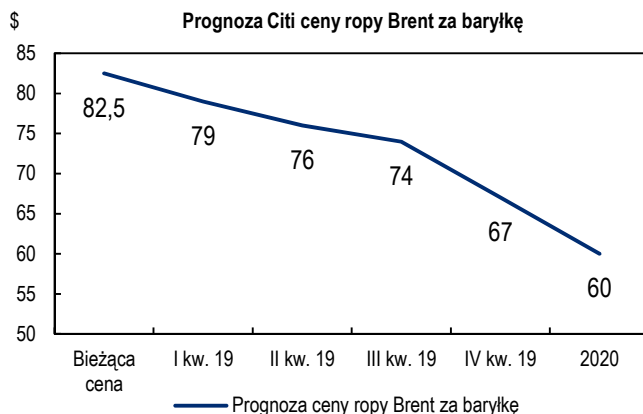
Inflacja osiągnęła lokalne maksimum na poziomie 2% i prawdopodobnie spadnie w kolejnych miesiącach w reakcji na efekty bazy. Oczekujemy spadku inflacji do około 1,6% w listopadzie i stopniowego wzrostu w kolejnych miesiącach. Do wzrostu inflacji na początku przyszłego roku najprawdopodobniej przyczynią się podwyżki cen gazu, a także efekty

drugiej rundy związane z podwyżkami cen energii elektrycznej dla firm i samorządów. Z drugiej strony naszym zdaniem czynnikiem ograniczającym wzrost podstawowego wskaźnika inflacji będą ceny paliw, w związku z prognozowanym przez Citi Research stopniowym spadkiem cen ropy w przyszłym roku. Tymczasem inflacja netto zaczęła już rosnąć, choć z bardzo niskich poziomów i osiągnęła 0,9% w sierpniu wobec 0,6% w lipcu. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach ten trend zostanie utrzymany za sprawą stopniowo zacieśniającej się sytuacji na rynku pracy, wysokiego popytu konsumpcyjnego i rosnących kosztów pracy.

Tabela 2. Prognoza inflacji Citi Handlowy

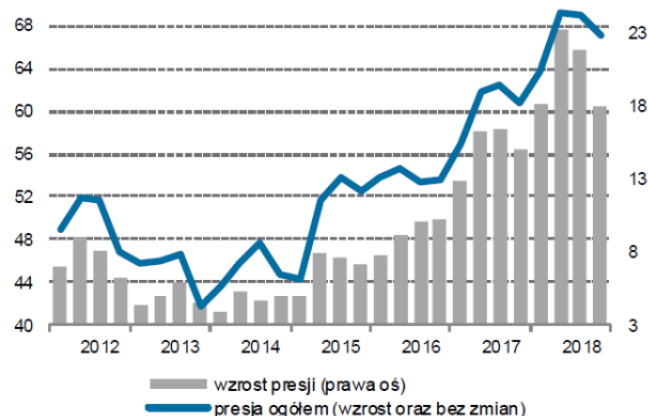
	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19
CPI % r/r	2,0	1,9	1,8	1,6	1,7	2,0	2,4	2,8	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0

Wykres 33. Nasze prognozy zakładają spadek cen ropy naftowej w kolejnych kwartałach



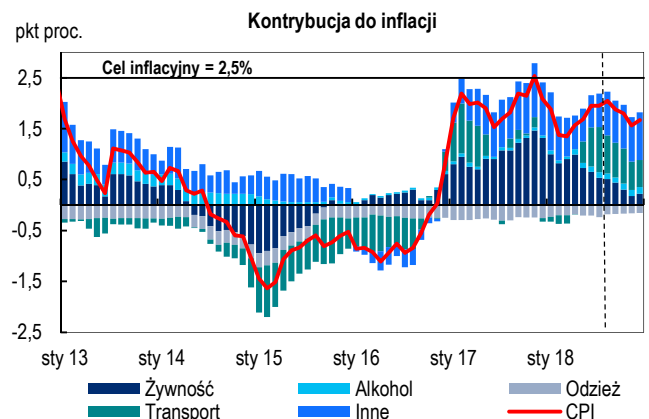
Źródło: Prognozy Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 35. Dane z ankiet NBP wskazują na stabilizację presji płacowej na wysokim poziomie



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 34. W najbliższych miesiącach inflacja może spaść pod wpływem wolniejszej dynamiki cen żywności, jednak ogólnie nasze prognozy na 2019 są nieco wyższe niż dotychczas



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 36. Bariera braku pracowników nieco się obniżyła na przestrzeni ostatnich dwóch kwartałów



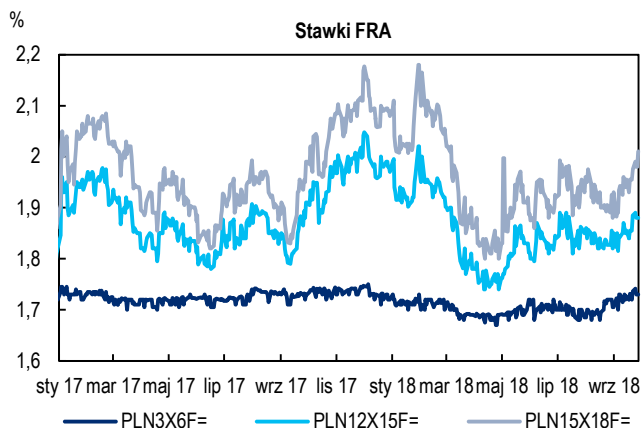
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Bank centralny póki co wydaje się nie przejmować prognozami stopniowego wzrostu presji cenowej. Oficjalne stanowisko Rady Polityki Pieniężnej sugeruje, że Rada wolalaby się spóźnić z podwyżką stóp niż zacieśnić politykę pieniężną zbyt wcześnie. RPP prawdopodobnie nie wystarczy, że zobaczy prognozę inflacji powyżej 2,5%. Rada będzie

zapewne chciała zaczekać z podwyżkami, aż inflacja faktycznie przekroczy cel inflacyjny. Nasze szacunki wskazują, że CPI przekroczy cel w I połowie 2019 roku i dopiero wówczas Rada może zacząć stopniowo zaostrzać swoją retorykę. Za takim scenariuszem przemawiają też oczekiwania pierwszych podwyżek stóp w strefie euro w II połowie przyszłego roku.

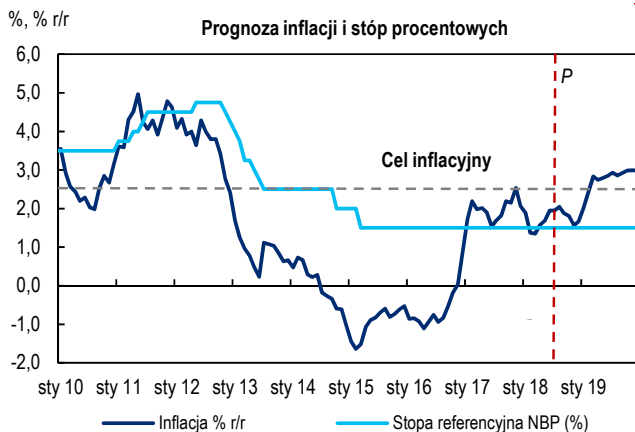
W bazowym scenariuszu zakładamy pierwsze podwyżki stóp w Polsce na początku 2020 r. i łącznie oczekujemy zacieśnienia polityki pieniężnej o 100 pb oraz wzrostu stopy referencyjnej do poziomu celu inflacyjnego.

Wykres 37. Oczekiwania rynkowe na podwyżki stóp procentowych wzrosły nieco w ostatnich tygodniach



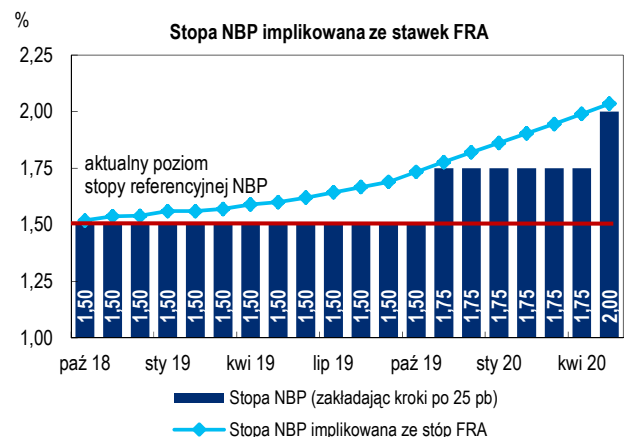
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 39. Spodziewamy się wzrostu inflacji w pobliże 3% w II kwartale 2019 r.



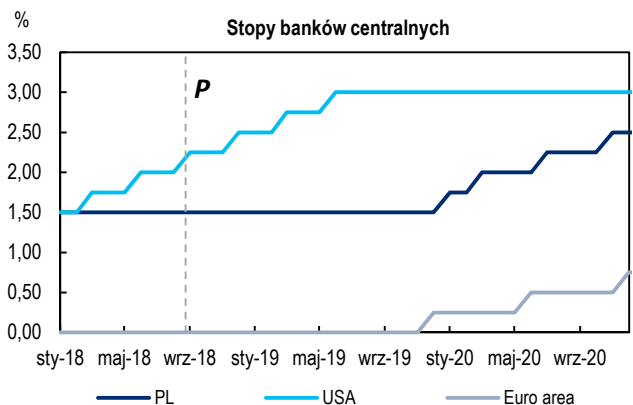
Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 38. Rynek FRA wycenia obecnie możliwość pierwszej podwyżki stóp w listopadzie 2019



Źródło: Reuters, szacunki Citi Handlowy

Wykres 40. RPP zapewne poczeka z podwyżkami do momentu, gdy politykę pieniężną zaczną zacieśniać EBC



Źródło: EBC, Fed, NBP, prognozy Citi Research i Citi Handlowy

Złoty odporny na wzrost zmienności

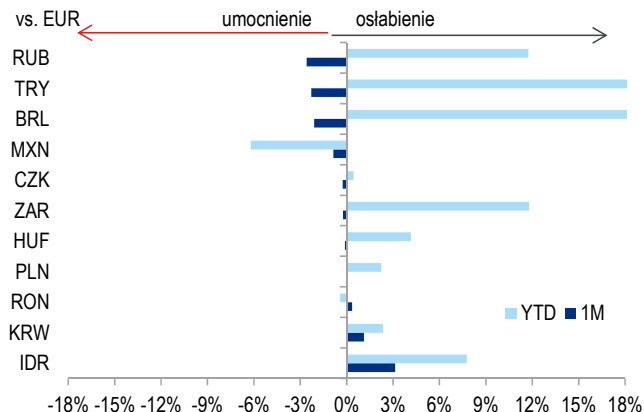
Okres wakacyjny przyniósł spore zawirowania na walutach wybranych gospodarek wschodzących, na które złoty pozostał stosunkowo odporny. Od czasu publikacji ostatniego raportu miesięcznego pod koniec lipca kurs złotego nie uległ znaczącym zmianom zarówno w stosunku do euro jak i dolara, mimo osłabienia tureckiej liry o 37% wobec dolara czy argentyńskiego peso o 53% wobec dolara. Mimo znacznych wahań niewiele zmienił się także kurs EURUSD. Taką sytuację można tłumaczyć dobrymi parametrami polskiej gospodarki, w tym mocnym wzrostem PKB,

dobrą sytuacją w bilansie płatniczym, wysokimi powiązaniami handlowymi z Niemcami oraz stosunkowo niewielką ekspozycją w handlu i przepływach kapitałowych na Turcję.

Niemniej sądzimy, że złoty pozostanie stosunkowo słaby w kolejnych miesiącach w obliczu potencjalnego ponownego umocnienia dolara na światowych rynkach czy też stosunkowo łagodnego nastawienie RPP. Negatywny wpływ mocniejszego dolara na złotego mógłby być ograniczany przez pozytywne czynniki lokalne. W dłuższym terminie spodziewamy się, że euro powróci do trendu wzrostowego, a RPP zdecyduje się podwyższyć stopy procentowe w 2020 r. co powinno naszym zdaniem przyczynić się do stopniowego umocnienia złotego. Stosunkowo stabilne pozostają także rentowności obligacji krajowych, które są wspierane przez niską podaż długu i gołębią RPP. Spodziewamy się większego wzrostu rentowności 10-letnich w przyszłym roku wraz z oczekiwanym wzrostem inflacji, wzrostem rentowności na bazowych rynkach długu, czy też stopniowym zaostrzaniem retoryki przez RPP. Wzrost rentowności 2-letnich może nadejść w przyszłym roku nieco później wraz ze zbliżaniem się pierwszej podwyżki stóp.

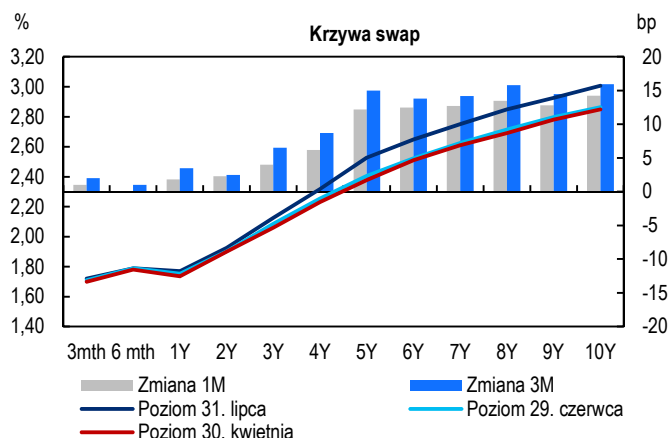
Przegląd rynku

Wykres 41. W ciągu ostatniego miesiąca złoty pozostał relatywnie stabilny.



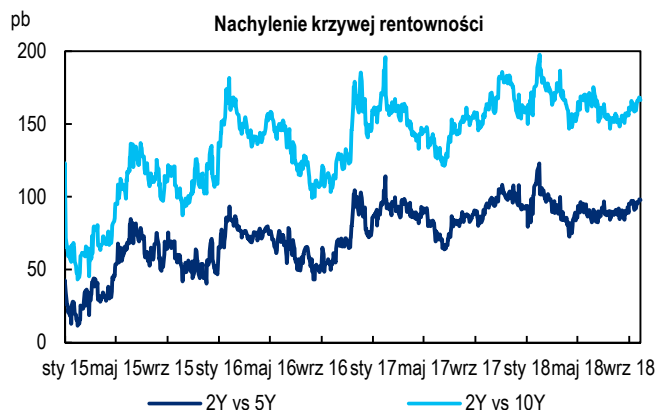
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 43. Krzywa stóp swap w ostatnich trzech miesiącach wystromiła się.



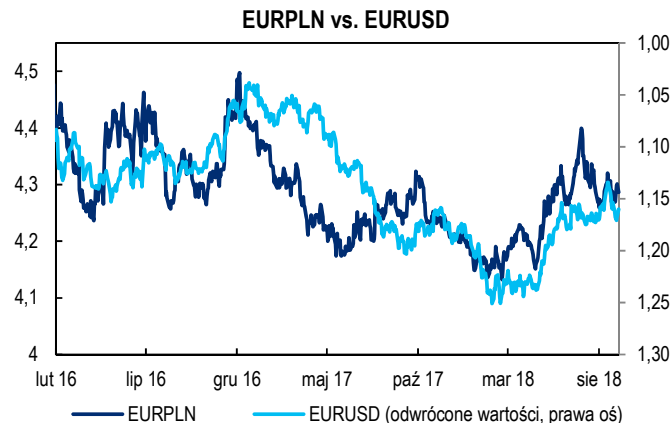
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 45. Krzywa obligacji stała się bardziej stroma



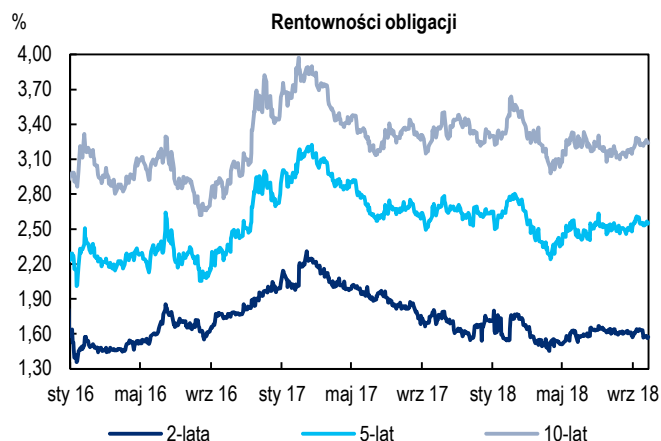
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 42. Złoty pozostaje skorelowany z dolarem



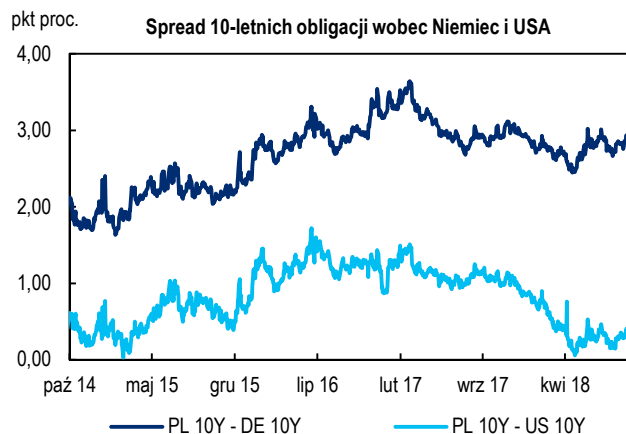
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 44. Rentowności pozostają relatywnie stabilne szczególnie na tle obligacji innych krajów EM.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 46. Spread długoterminowych obligacji wobec do Bundów i Treasuries zawężił się



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2017					2018							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	8,8	4,3	12,4	9,2	2,8	8,6	7,3	1,8	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0
Produkcja przemysłowa (% m/m)	5,9	6,0	5,1	-1,1	-9,9	4,0	-2,3	11,2	-6,8	1,4	4,1	-5,4	0,8
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	8,6	5,8	13,9	10,9	3,7	9,8	7,2	0,4	9,6	5,3	6,5	10,2	5,5
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	23,5	15,5	20,2	19,8	12,9	34,8	31,1	16,1	19,7	20,6	24,8	18,6	20,1
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	7,6	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0
Stopa bezrobocia (%)	7,0	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1	5,9	5,9	5,8
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4
Ceny													
Inflacja (% r/r)	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0
Inflacja (% m/m)	-0,1	0,4	0,5	0,5	0,2	0,3	-0,2	-0,1	0,5	0,2	0,1	-0,2	0,0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	3,0	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,4	0,5	0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,2	0,6	0,3	1,3	0,3	0,1	0,0
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	6,6	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	311	218	206	54	-847	1 955	-782	-785	-90	169	-240	-809	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	0,0	0,3	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	288	479	284	208	-1175	-164	-520	-205	176	119	-413	-432	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	15842	17408	17976	18354	15313	17098	16292	18196	17211	17244	18071	17115	-
Eksport (% r/r)	13,4	11,5	15,8	15,5	2,6	12,1	5,9	-1,6	8,9	2,7	9,0	9,8	-
Import f.o.b. (mln EUR)	15554	16929	17692	18146	16488	17262	16812	18401	17035	17125	18484	17547	-
Import (% r/r)	8,7	8,9	15,4	15,9	10,9	16,7	8,1	1,4	11,1	1,5	10,2	11,6	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,5	5,4	4,7	3,9	2,4	6,0	4,9	5,8	5,7	6,6	7,2	7,3	7,5
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	5,0	5,0	4,9	4,0	3,9	3,8	4,1	4,6	4,5	5,9	6,3	7,0	7,4
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	3,3	2,6	5,4	3,8	2,4	4,3	3,8	4,5	4,5	3,6	6,5	6,5	6,8
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	3,0	3,3	2,8	1,7	1,7	2,3	2,7	3,3	3,3	4,9	4,7	5,1	5,9
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	6,6	5,8	6,1	4,9	6,0	6,4	6,9	6,9	5,0	7,5	7,0	6,7	6,4
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M (średnio)	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,71	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,41	1,50	1,26	1,27	1,47	1,35	1,40	1,34	1,32	1,36	1,39	1,38	1,35
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,72	1,76	1,63	1,61	1,71	1,64	1,65	1,50	1,51	1,58	1,63	1,64	1,57
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,62	2,70	2,66	2,69	2,65	2,78	2,61	2,35	2,37	2,45	2,54	2,54	2,52
EUR/PLN (koniec okresu)	4,25	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30
USD/PLN (koniec okresu)	3,57	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71
EUR/USD (koniec okresu)	1,19	1,18	1,16	1,19	1,20	1,24	1,22	1,23	1,21	1,17	1,17	1,17	1,16
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-2,4	-4,9	-3,8	-2,7	2,4	25,4	-8,6	-4,5	-3,1	-9,3	-9,5	0,9	-
Def. budżetowy skum. (% planu)	-4,0%	-8,3%	-6,4%	-4,5%	4,1%	42,8%	-20,6%	-10,7%	-7,5%	-22,5%	-23,0%	2,1%	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. 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	577	610
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	12 417	12 263	13 698	15 067	15 934
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,7	6,0	5,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,4	3,3	3,8	3,0	4,6	4,8	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	1,7	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,8
Place nominalne (% r/r)	3,5	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,3	8,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	2,4	4,5	7,6	7,4	4,9	5,4	7,0	7,9
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	1,71	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	3,73	3,56
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,59	3,76
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,33	4,27
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,26	4,33
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,8	-2,1	-4,7
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	-1,7	-0,9	-1,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,1	0,6	0,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,5	47,1	44,4

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,6	4,8	3,9	3,4	2,9	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,7	2,8	2,8	2,4	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-0,4	-0,8	-1,1	-1,1	-0,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	2,50	2,50	2,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,48	3,73	3,56	3,16	3,01	2,89
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,59	3,76	3,32	3,08	2,96
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,18	4,33	4,27	4,14	4,10	4,05
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,33	4,19	4,11	4,08

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, 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.
