

CitiMonthly

Oznaki zadyszki

- Tym razem w temacie miesiąca przyglądamy się Pracowniczym Programom Kapitałowym, które zaczną działać od połowy 2019 roku.
- Według naszych szacunków reforma będzie miała niewielki pozytywny wpływ na stopę oszczędności w gospodarce. Wpływ na konsumpcję oraz wzrost płac zapewne będzie znikomy.
- Wprowadzenie PPK stworzy jednak nowy typ inwestora na rynku papierów rządowych, który może kreować popyt na obligacje warte około 8 mld zł rocznie.
- Po dłuższym okresie silnych odczytów, dane z polskiej gospodarki zaczęły zaskakiwać negatywnie. Niemniej sądzimy, że wyhamowanie wzrostu będzie stopniowe.
- Rynek pracy wciąż jest mocny, a potencjalny szok wynikający z wyższych cen energii może wywindować inflację do 3% już w I połowie 2019 r. Mimo to naszym zdaniem RPP wstrzyma się z decyzją o podwyżce stóp do początku 2020 r.
- Złoty prawdopodobnie pozostanie stosunkowo słaby przy stabilnym kursie EUR/USD i łagodnej RPP, ale oczekujemy stopniowego umocnienia w przyszłym roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

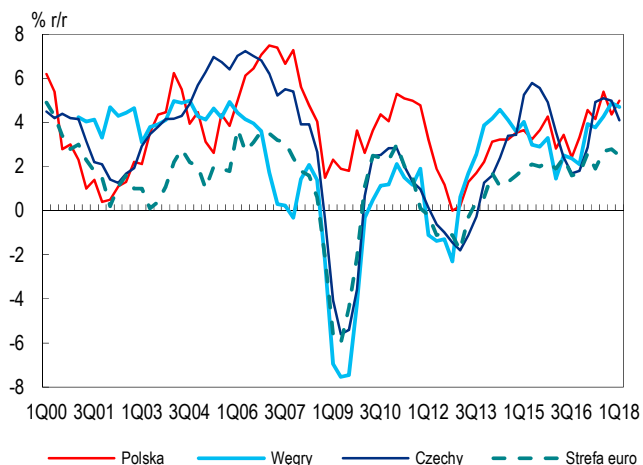
Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	II kw.18R	III kw.18P	IV kw.18P	I kw.19P	II kw.19P	III kw.19P
PKB (% r/r)	5,1	4,6	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	5,0	4,4	4,0	3,8	3,6
Inflacja (% r/r, średnia)	1,7	2,0	1,6	2,5	2,8	2,9
Stopa bezrobocia (%)	5,9	5,7	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	4,28	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	3,24	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 19.10.2018 r.; R – realizacja, P-prognoza

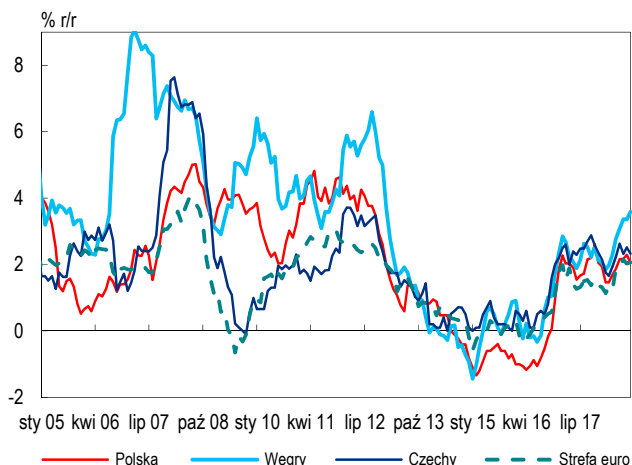
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



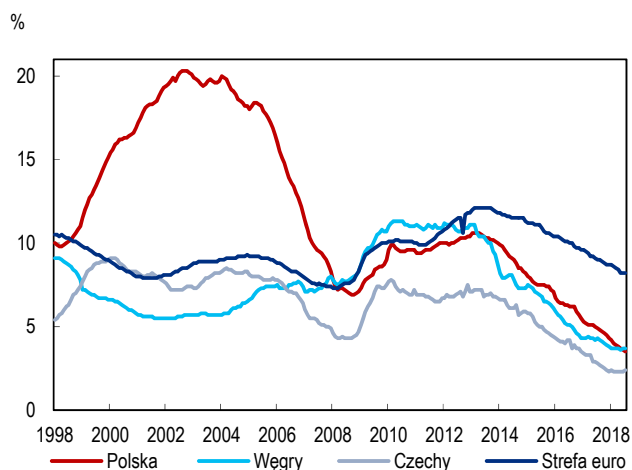
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



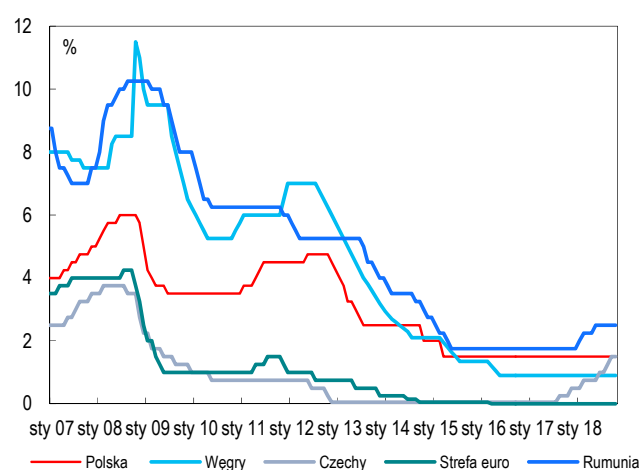
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



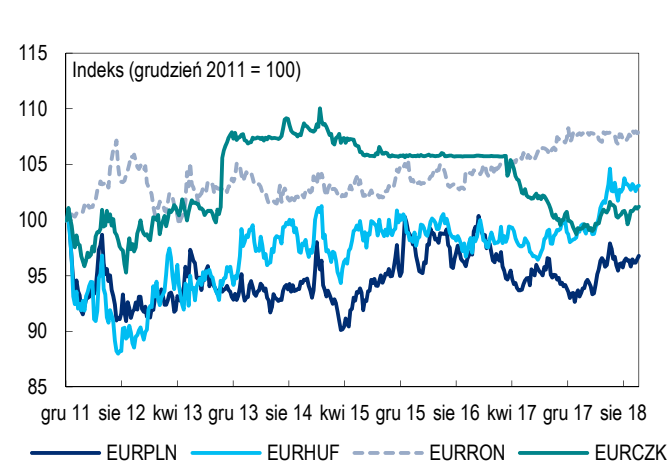
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



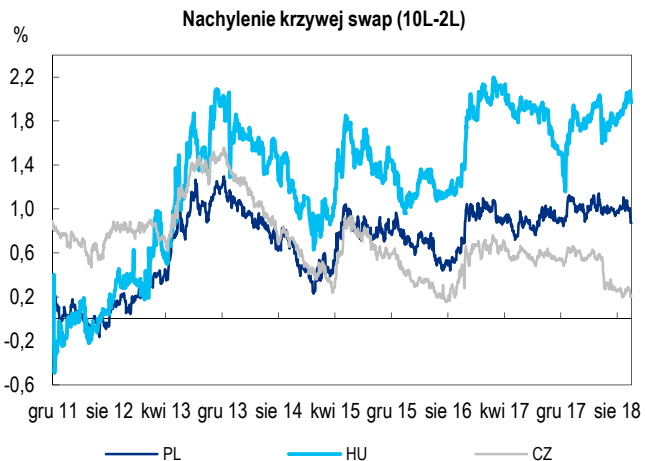
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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

PPK nowym kupującym

- Pracownicze Programy Kapitałowe zaczną działać od połowy 2019 roku. Według naszych szacunków reforma będzie miała niewielki pozytywny wpływ na stopę oszczędności w gospodarce.
- Wpływ na konsumpcję oraz wzrost płac zapewne będzie znikomy.
- Wprowadzenie PPK stworzy jednak nowy typ inwestora na rynku papierów rządowych, który może kreować popyt na obligacje warte około 8 mld zł rocznie.

Od połowy przyszłego roku rozpoczynają działanie Pracownicze Programy Kapitałowe, które – zgodnie z założeniami reformy – mają przyczynić się do zwiększenia oszczędności emerytalnych gospodarstw domowych. Główne założenia reformy można podsumować w następujący sposób:

System dobrowolny – Co prawda pracujący będą automatycznie zapisywani do PPK, ale będą mieli prawo do rezygnacji z uczestnictwa. Co cztery lata wszyscy pracujący będą ponownie dopisywani do PPK, a osoby chcące pozostać poza Programem będą musiały ponownie złożyć odpowiednie oświadczenie. Oznacza to, że chociaż uczestnictwo w nowym trzecim filarze będzie dobrowolne, system zaprojektowano w sposób, który prawdopodobnie przyczyni się do wysokiego wskaźnika członkostwa.

Składki - Minimalna składka wpłacona przez pracownika zostanie ustalona na poziomie 2% wynagrodzenia, choć w przypadku osób o niskich dochodach może ona zostać obniżona do 0,5%. Pracodawcy będą zobowiązani do zapłacenia dodatkowego 1,5% za każdego członka PPK, co oznacza, że łączna minimalna składka pracownika i pracodawcy wyniesie 3,5%. Kwota ta może zostać zwiększona o dodatkowe 2 punkty procentowe w przypadku pracowników i dodatkowe 2,5 pkt. w przypadku pracodawców, dzięki czemu maksymalna składka mogłaby wynosić 8%.

Zachęty podatkowe - Budżet zapewni jednorazową "premię powitalną" w wysokości 250 zł za każdego członka i roczną premię w wysokości 240 zł.

Zmiany wprowadzane stopniowo - Nowy system obejmie w pierwszej kolejności duże firmy zatrudniające ponad 250 osób (od połowy 2019 r.). Następnie w pierwszej połowie 2020 r. PPK zostanie rozszerzony o firmy zatrudniające 50-249 pracowników, a w drugiej połowie 2020 r. również firmy zatrudniające co najmniej 20 osób. Pracownicy małych przedsiębiorstw i sektora publicznego zostaną objęci dopiero w 2021 roku.

Tabela 2. Szacunek napływu kapitału do PPK

Napływ do PPK (mld zł)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Zakładając stopę uczestnictwa 100%	4,3	14,3	28,7	29,4	30,2	31,0
75% stopa uczestnicwa	3,2	10,8	21,5	22,0	22,6	23,3
50% stopa uczestnicwa	2,2	7,2	14,3	14,7	15,1	15,5

Źródło: Szacunki Citi Handlowy. Uwaga: Obliczenia przy założeniu minimalnej składki na poziomie 3,5%.

Z punktu widzenia przyszłych emerytów uczestnictwo w systemie wydaje się racjonalnym wyborem. Po pierwsze, uczestnicząc w PPK pracownicy otrzymują faktyczną podwyżkę płac o co najmniej 1,5%, a jedynym warunkiem jest to, że ta podwyżka ma zostać przeznaczona na oszczędności emerytalne. Po drugie, wprowadzone zachęty fiskalne to transfery finansowane przez wszystkich podatników, ale skierowane wyłącznie do osób uczestniczących w systemie. Innymi słowy, osoby przebywające poza PPK będą w gorszej sytuacji, ponieważ będą finansować transfery fiskalne dla pracowników uczestniczących w PPK. Transfery z budżetu mogą być szczególnie atrakcyjne dla osób o niskich dochodach, dla których nawet niewielki „bonus” wypłacany z budżetu może stanowić znaczącą część rocznych oszczędności. Wreszcie, nawet dla tych, którzy nie chcą uczestniczyć w systemie, pozostawanie poza nim może być uciążliwe, gdyż będzie wiązało się ze składaniem co cztery lata odpowiedniej deklaracji. Biorąc pod uwagę wszystkie te czynniki, nasz podstawowy scenariusz zakłada, że 75% pracowników pozostanie w systemie i uważamy, że ryzyko jest przechylone w stronę większego a nie niższego uczestnictwa.

Tabela 3. Składki wpłacane przez pracowników i pracodawców

	2019	2020	2021	2022	2023
Składki wpłacane (mld zł)	2,6	9,6	19,4	20,0	20,6
przez pracowników	1,5	5,5	11,1	11,4	11,8
przez pracodawców	1,1	4,1	8,3	8,6	8,8
Składki wpłacane (% PKB)	0,12	0,40	0,77	0,76	0,74
przez pracowników	0,07	0,23	0,44	0,43	0,43
przez pracodawców	0,05	0,17	0,33	0,32	0,32
ŁĄCZNIE Z ZACHĘTAMI FISKALNYMI	0,14	0,45	0,85	0,83	0,82

Źródło: Szacunki Citi Handlowy

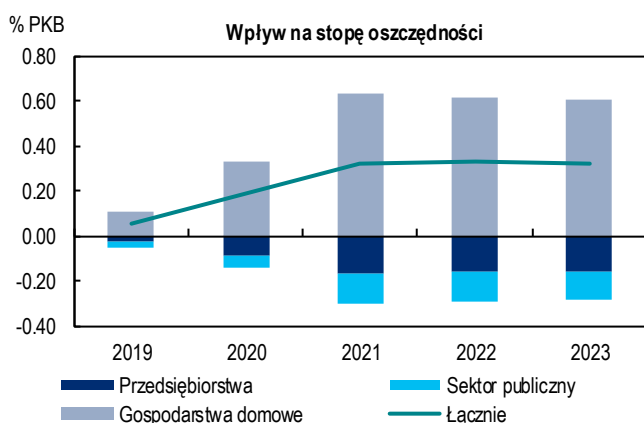
Rozłożone w czasie wprowadzanie PPK oznacza, że liczba osób objętych systemem będzie z czasem wzrastać. W naszym bazowym scenariuszu napływ „oszczędności” osiągnie 3 mld zł w 2019 r., a następnie wzrośnie do 11 mld zł w 2020 r. i ponad 20 mld od 2021 roku.

Reforma prawdopodobnie będzie miała tylko nieznacznie pozytywny wpływ na stopę oszczędności w gospodarce. Jeśli chodzi o oszczędności sektora instytucji rządowych i samorządowych, będą one nawet nieco niższe w wyniku wprowadzenia PPK. Autorzy reformy szacują bowiem, że ze względu na wyższe wydatki deficyt może być wyższy o 0,1% PKB począwszy od 2020/2021 r. w porównaniu ze scenariuszem bez PPK. Jeśli chodzi o sektor przedsiębiorstw, minimalny wkład w wysokości 1,5% oznacza dodatkowe koszty dla firm. W 2019 r. koszt może być niższy niż 0,1% PKB, ale powinien wzrosnąć do 0,3% do 2021 r. Ewentualny wpływ na stopę oszczędności przedsiębiorstw będzie uzależniony od zdolności firm do redukcji kosztów w celu zrównoważenia nowych składek emerytalnych. Biorąc pod uwagę bardzo „napięty” rynek pracy w Polsce oraz rosnące koszty energii wątpimy, czy firmy będą w stanie znacząco obniżyć koszty. Z tego względu w naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że stopa oszczędności sektora przedsiębiorstw spadnie o 0,09% PKB w 2020 r., a następnie o około 0,16% w kolejnych latach.

W przypadku gospodarstw domowych sytuacja jest nieco bardziej skomplikowana. Wzrost aktywów emerytalnych, który jest finansowany ze

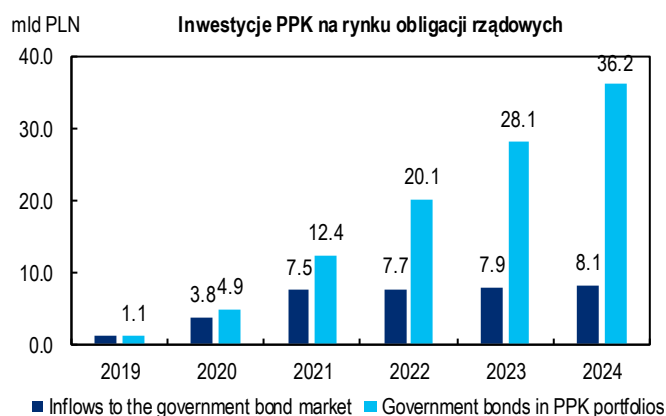
składek pracodawców lub zachęt podatkowych, może być - z punktu widzenia pracownika - traktowany jako "nowe oszczędności". Tym samym zwiększy on stopę oszczędności gospodarstw domowych. Niemniej sytuacja ma się inaczej w przypadku 2% składki płaconej przez pracowników, gdyż jej wpływ na stopę oszczędności zależy od sposobu zachowania się gospodarstw domowych. Jeżeli po wprowadzeniu PPK gospodarstwa domowe zmniejszą swoje "dobrowolne" (niezwiązane z PPK) oszczędności i zastąpią je oszczędnościami w nowym trzecim filarze, nie będzie to miało wpływu na stopę oszczędności i konsumpcję. Taka reakcja byłaby możliwa, gdyby gospodarstwa domowe traktowały pieniądze w PPK jako prywatne oszczędności (tzn. odporne na ryzyko przejęcia przez rząd). W przeciwnym przypadku gospodarstwa domowe mogłyby utrzymać dobrowolne oszczędności na niezmienionym poziomie i zwiększyć całkowite oszczędności o kwotę wynikającą z 2% składki. W takim przypadku wzrost stopy oszczędności znalazłby odzwierciedlenie w spadku konsumpcji. Powyższa reakcja miałaby sens w przypadku gospodarstw domowych, które traktują wkład PPK jako zwykły podatek, który niekoniecznie zwiększa ich przyszłe świadczenia emerytalne.

Wykres 7. Reforma PPKB będzie miała pozytywny, choć niewielki, wpływ na stopę oszczędności w gospodarce



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych MF

Wykres 8. Na skutek powstania PPK napływy do rynku obligacji rządowych wzrosną, choć będą znaczne dopiero od 2021 r.



Źródło: Szacunki Citi Handlowy. Uwaga: Obliczenia oparte na założeniu 50% alokacji w obligacje, z czego 70% w obligacje rządowe. Uczestnictwo w PPK przyjęte na poziomie 75%.

W rzeczywistości reakcja gospodarstw domowych zapewne będzie wypadkową tych dwóch zjawisk – w naszych szacunkach zakładamy, że połowa 2% składki zostanie sfinansowana niższymi dobrowolnymi oszczędnościami, a druga połowa zostanie sfinansowana poprzez zmniejszenie konsumpcji. Jak pokazuje wykres 7, w takim scenariuszu całkowita stopa oszczędności w polskiej gospodarce, w tym w gospodarstwach domowych, przedsiębiorstwach i instytucjach rządowych, wzrosłaby o 0,2% PKB w 2020 r. i 0,3% w 2021 r. Nawet w skrajnym przypadku, w którym 2% składka pracowników w pełni przekłada się na wyższe oszczędności, stopa oszczędności w gospodarce wzrosłaby o zaledwie 0,5% w 2021 r. Byłaby to stosunkowo niewielka zmiana, zwłaszcza przy bardzo niskim poziomie stopy oszczędności gospodarstw domowych. Jednak, jak to zwykle bywa w przypadku długoterminowych planów oszczędnościowych, nawet niewielki wzrost oszczędności może z czasem zamienić się w bardziej znaczącą pulę aktywów. Dlatego największą zaletą PPK jest to, że może relatywnie efektywnie zwiększyć

liczbę pracowników oszczędzających na emeryturę, a tym samym potencjalnie zwiększyć wskaźnik zastąpienia w Polsce.

Według naszych szacunków wpływ reformy na spożycie prywatne i żądania płacowe powinien być ograniczony. Wprowadzenie PPK może przyczynić się do obniżenia ścieżki konsumpcji o około 0,1% PKB w 2020 r. i 0,2% w kolejnych latach. Jeśli chodzi o wzrost płac, rzeczywisty wpływ może zależeć od sytuacji gospodarczej w nadchodzących latach. Dodatkowa „podwyżka płac” o 1,5% wypłacana przez pracodawców zwiększy koszty pracy, ale raczej nie ograniczy żądań płacowych. Jeśli jednak w nadchodzących latach gospodarka zwolni, siła przetargowa pracowników może stopniowo maleć. Jeśli tak się stanie, firmy prawdopodobnie wykorzystają tę możliwość, aby zmniejszyć skalę podwyżek płac. Ogólnie rzecz biorąc, wprowadzenie PPK może mieć pewien wpływ proinflacyjny (poprzez wyższe koszty pracy), ale uważamy, że ujawni się on dopiero po 2020 r., kiedy to program emerytalny zacznie obejmować znaczną część rynku pracy.

Reforma emerytalna prawdopodobnie wygeneruje napływy na rynek obligacji. Na skutek poprzedniej reformy emerytalnej w 2014 r. Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE) straciły mandat do inwestowania w obligacje rządowe. Na skutek nowej reformy fundusze działające w ramach PPK będą mogły kupować obligacje rządowe i spodziewamy się, że na ten rynek ostatecznie będzie trafiać około 8 mld zł rocznie (wykres 8). Dla porównania, potrzeby pożyczkowe netto w 2019 roku planowane są na 46 mld zł, co oznacza, że zakupy dokonywane przez PPK mogłyby pokryć potrzeby w ponad 15%. Z punktu widzenia płynności rynku, jednym z pozytywnych skutków reformy będzie stworzenie nowego typu lokalnego inwestora, który będzie w stanie zapewnić popyt na obligacje w okresach zwiększonej sprzedaży przez zagranicznych inwestorów.

Gospodarka w skrócie

Oznaki zadyszki

- Po dłuższym okresie silnych odczytów, dane z gospodarki zaczęły negatywnie zaskakiwać. Niemniej sądzimy, że wyhamowanie wzrostu będzie stopniowe.
- Rynek pracy wciąż jest mocny, a potencjalny szok wynikający z wyższych cen energii może wywindować inflację do 3% już w I połowie 2019 r. Mimo to naszym zdaniem RPP wstrzyma się z decyzją o podwyżce stóp do początku 2020 r.
- Złoty prawdopodobnie pozostanie stosunkowo słaby przy stabilnym kursie EUR/USD i łagodnej RPP, ale oczekujemy stopniowego umocnienia w przyszłym roku.

Negatywne niespodzianki w danych

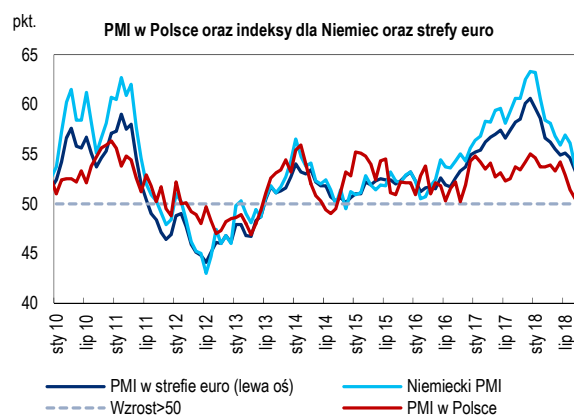
Publikowane w ostatnich tygodniach dane sygnalizują, że po raz pierwszy od kilku kwartałów imponujący wzrost gospodarczy traci impet. Po kilku kwartałach pozytywnych niespodzianek dane zaczęły zaskakiwać negatywnie. Indeks koniunktury dla sektora przemysłowego PMI obniżył się już trzeci raz z rzędu i osiągnął we wrześniu poziom 50,5 pkt. Także dane o produkcji przemysłowej i budowlanej, jak również sprzedaż detaliczna spowolniły. Do pewnego stopnia można tłumaczyć taką sytuację czynnikami przejściowymi, ale nie zmienia to ogólnego obrazu sytuacji. Zestaw danych za okres lipiec-wrzesień wskazuje na wyhamowanie wzrostu gospodarczego w III kwartale do 4,5-4,7% r/r, tj. nieco poniżej 5,1% zanotowanych w II kwartale. Taka skala spowolnienia jest zgodna z naszymi aktualnymi prognozami, choć jednocześnie uważamy, że wraz ze spowolnieniem gospodarki częstotliwość publikacji rozczarowujących danych może wzrosnąć. Oczekujemy spowolnienia wzrostu PKB do 4,2-4,4% w IV kwartale oraz 3,9% w 2019 r.

Wykres 9. Dane z krajowej gospodarki zaczęły zaskakiwać negatywnie



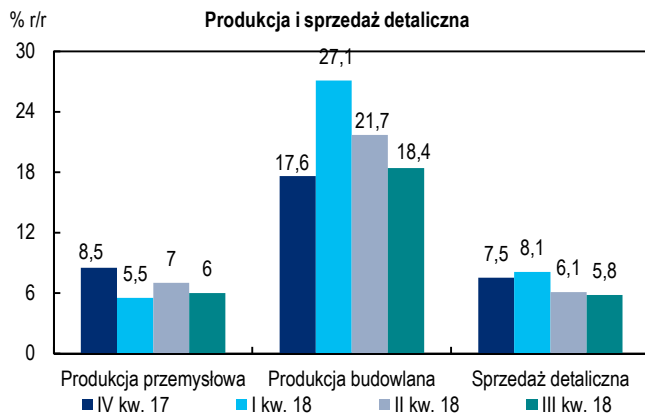
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 10. Indeks koniunktury w przemyśle zdecydowanie się obniżył analogicznie do ruchu indeksów dla strefy euro i Niemiec



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 11. Mimo spowolnienia produkcja przemysłowa i budowlana oraz sprzedaż detaliczna wciąż rosły w solidnym tempie



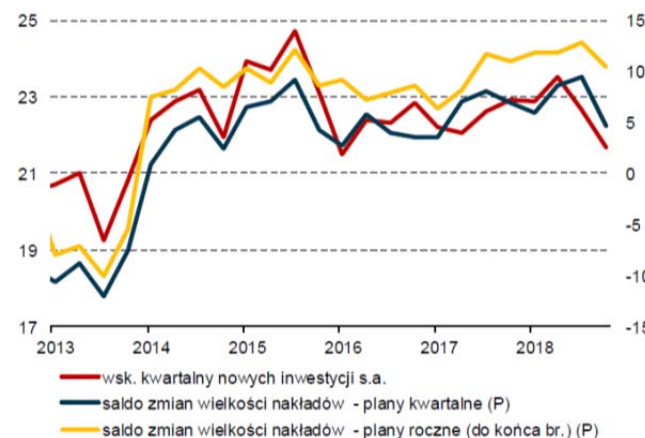
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 13. Wykorzystanie mocy wytwórczych osiągnęło rekordowo wysoki poziom w III kwartale



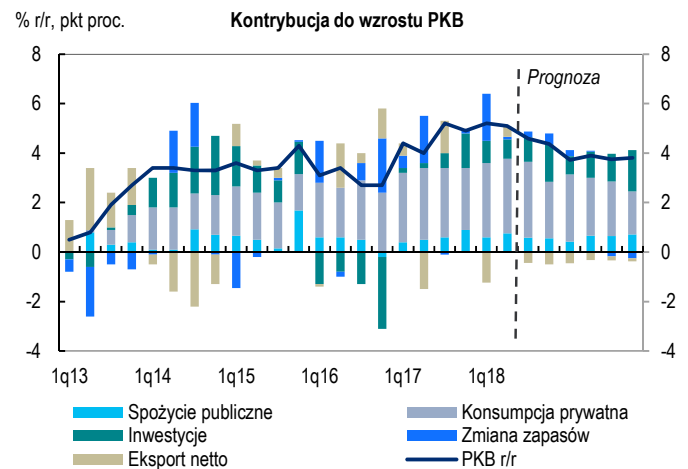
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 15. Jednak udział przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji w perspektywie kwartału spadł



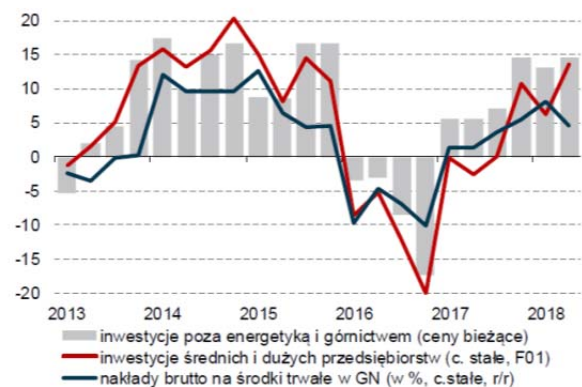
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 12. Spodziewamy się wyhamowania tempa wzrostu PKB w III kwartale do 4,5-4,7%



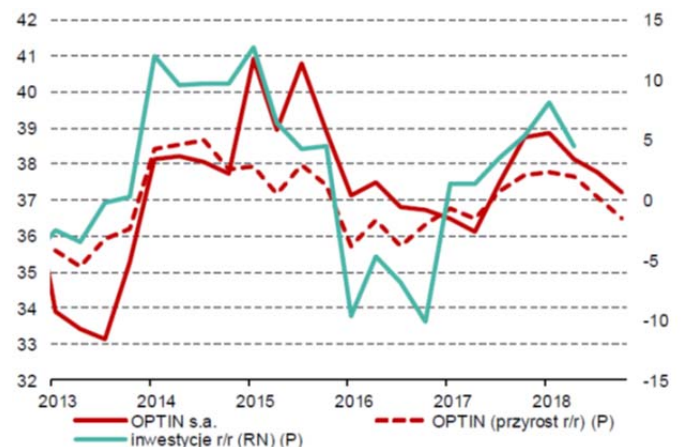
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 14. Duże firmy poza sektorem energetycznym i górnictwem zwiększały w ostatnich kwartałach nakłady inwestycyjne



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 16. Optymizm inwestorów jest również nieco mniejszy

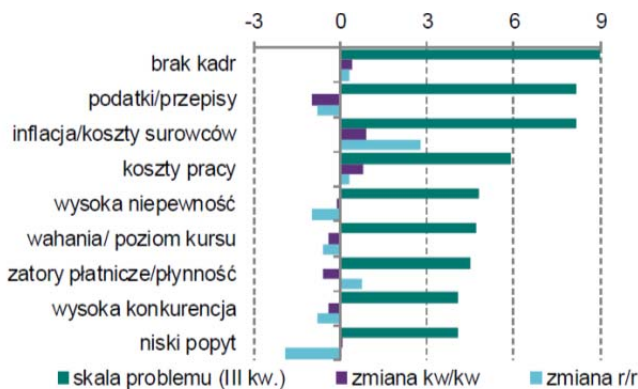


Źródło: NBP, Citi Handlowy, OPTIN – ogólna ocena optymizmu inwestorów liczona jako udział przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji, wzrost nakładów lub rozszerzenie skali realizowanych inwestycji

Na osłabienie rynku pracy jeszcze zbyt wcześnie

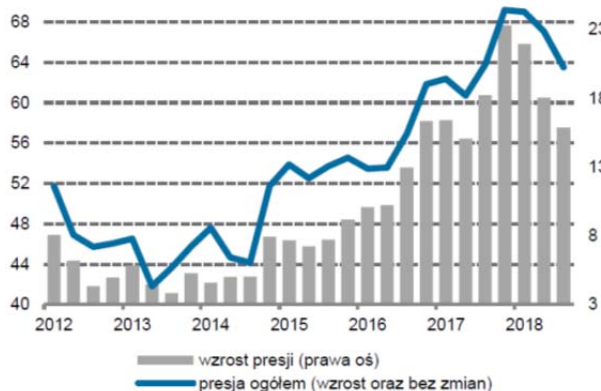
Do pewnego stopnia osłabienie aktywności gospodarczej jest odzwierciedlone obecnie w danych z rynku pracy, w tym szczególnie w dynamice płac. W przypadku zatrudnienia sądzimy, że wyhamowanie wzrostu jest naturalną konsekwencją stopniowego zmniejszania podaży pracy i ograniczeń z tym związanych. Połączenie rekordowo niskiej stopy bezrobocia, starzenia się społeczeństwa, obniżki wieku emerytalnego oraz oznak spowalniającej imigracji, oznacza, że wysoki wzrost zatrudnienia z poprzednich kwartałów może być trudny do utrzymania. Jednak w tym kontekście zaskakujące jest spowolnienie tempa wzrostu płac. Jeśli niedobory siły roboczej są tak wysokie i przyczyniają się do zmniejszenia tempa wzrostu zatrudnienia, to presji płacowa powinna narastać, a nie słabnąć. Dane obecnie dostępne nie pozwalają jednoznacznie ocenić, czy rozczarowujący wzrost płac jest oznaką osłabienia w polskiej gospodarce czy raczej przejściowym zjawiskiem. Z pewnością tendencje na rynku pracy wymagają zwiększonej uwagi w kolejnych miesiącach, szczególnie w kontekście spowalniającej migracji, otwarcia niemieckiego rynku pracy dla obywateli Ukrainy, rekordowo niskiej stopy bezrobocia i wciąż wysokiego wzrostu PKB, który utrzymuje się powyżej potencjału.

Wykres 17. Brak kadr wciąż największym problemem dla firm



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 19. Według ankiet NBP presja płacowa spada



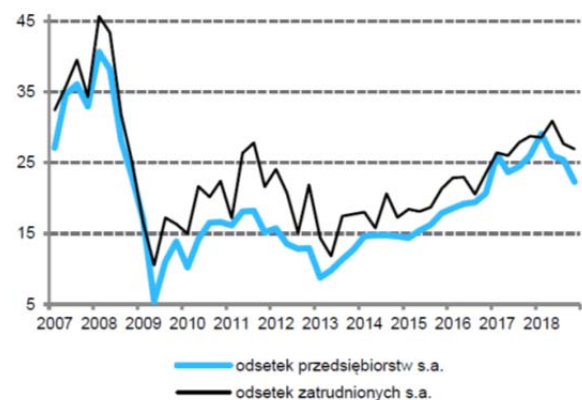
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 18. ... choć nieco mniejszym niż w I kwartale



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 20. ... i mniejszy odsetek przedsiębiorstw prognozuje podwyżki płac

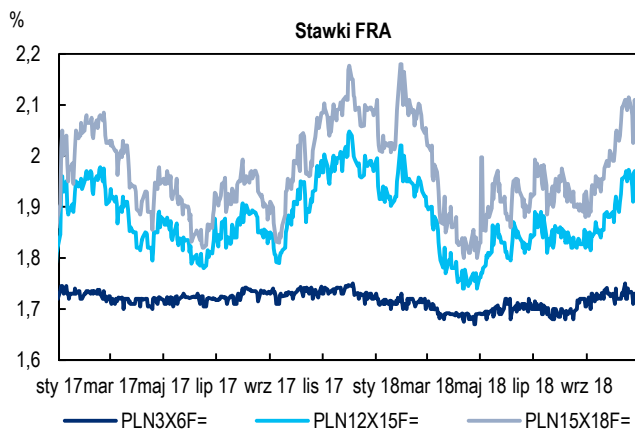


Źródło: NBP, Citi Handlowy

Szok inflacyjny możliwy w 2019 r.

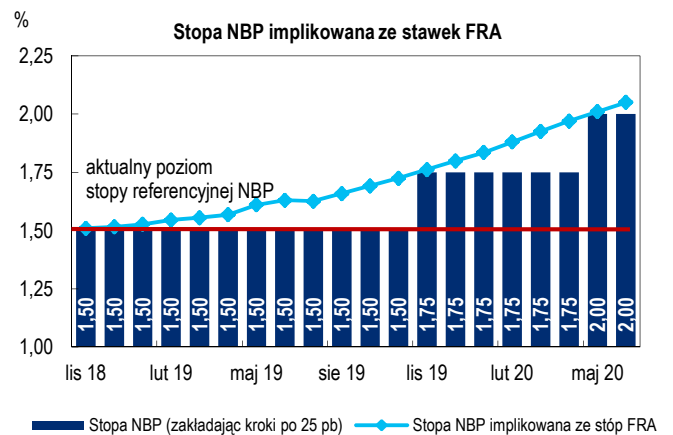
Nasze krótkoterminowe prognozy inflacyjne nie zmieniły się w porównaniu do poprzednich miesięcy, ale znacznie większa niepewność wiąże się z rokiem 2019. Podstawowy wskaźnik inflacji najprawdopodobniej obniży się do 1,5% w listopadzie (z 2% we wrześniu) i zacznie rosnąć w kolejnych miesiącach. Największy znak zapytania dotyczy tego w jakim stopniu znaczny wzrost cen energii przełoży się na inflację i inflację bazową. Przedstawiciele rządu, włączając premiera Morawieckiego, sygnalizowali, że podwyżki cen prądu dla gospodarstw domowych będą niewielkie, a konsumenci będą przed nimi chronieni przez programy osłonowe. Z drugiej strony, nawet jeśli podwyżka cen dla konsumentów będzie niewielka (w bazowym scenariuszu zakładamy 6,1% wzrost dla cen energii i dystrybucji) to znacznie większy wzrost cen energii dla przedsiębiorstw w połączeniu z rosnącymi kosztami pracy doprowadzą do efektów drugiej rundy i większego wpływu na inflację netto. Nasz podstawowy scenariusz zakłada, że inflacja wzrośnie istotnie na początku 2019 r. i osiągnie ok. 3% w II kwartale, ale ryzyka wydają się asymetrycznie skierowane ku górze.

Wykres 21. Stawki FRA rosną od sierpnia



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 22. Rynek wycenia obecnie podwyżkę stóp pod koniec 2019 r.



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Tabela 4. Prognoza inflacji Citi Handlowy

	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	1,7	1,5	1,6	2,1	2,6	2,9	2,8	2,8	2,9	2,9	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9

RPP wciąż łagodna

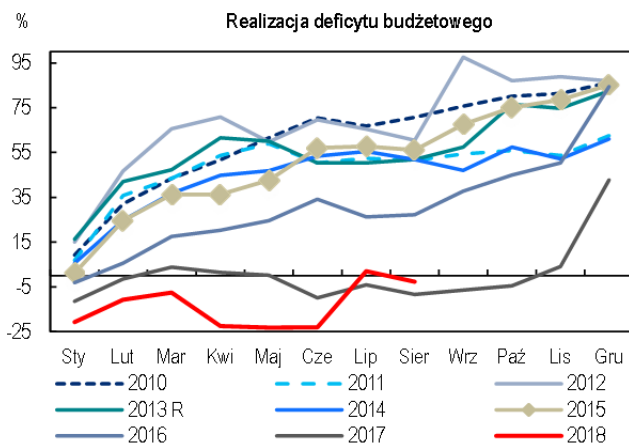
Przez ponad dwa lata Rada Polityki Pieniężnej była w stosunkowo komfortowej sytuacji zaskakująco niskiej inflacji i bardzo mocnego wzrostu gospodarczego, ale obecnie ta sytuacja powoli się zmienia. Rosnące ryzyka inflacyjne oraz oznaki spowolnienia gospodarczego będą testem funkcji reakcji członków RPP. Naszym zdaniem wstrzymywanie się z podwyżkami jest prawdopodobnie wbudowane w tą funkcję. Bazując na komentarzach członków RPP oraz prezesa NBP sądzimy, że Rada będzie chciała utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie przez cały 2019 r., nawet pomimo oznak rosnącej inflacji i mimo podwyżek stóp procentowych przez inne banki centralne.

Złoty relatywnie stabilny jeszcze przez jakiś czas

Kurs złotego wobec euro pozostaje od początku sierpnia relatywnie stabilny, z lekką tendencją na osłabienie. Oczekujemy, że złoty może pozostać na słabszych poziomach wobec euro w kolejnych kilku miesiącach. Sprzyjać temu będzie także oczekiwana kontynuacja „trendu bocznego” w przypadku kursu EUR/USD przynajmniej do końca obecnego roku, przy ryzykach dla euro wynikających z kwestii fiskalnej Włoch. W kolejnych kwartałach spodziewamy się umocnienia euro do dolara w związku z tym, że wzrost gospodarczy w USA osiągnął już szczyt i wpływ złagodzenia fiskalnego na dynamikę PKB w USA będzie coraz mniejszy. W związku z tym w przyszłym roku oczekujemy powrotu do aprecyjnego trendu euro do dolara, co byłoby z korzyścią dla złotego. Łagodna retoryka Rady Polityki Pieniężnej z pewnością nie sprzyjała złotemu w ostatnich miesiącach i nie będzie wspierać krajowej waluty także w 2019 r., i choć nastawienie RPP może stawać się coraz bardziej jastrzębie to nie spodziewamy się podwyżek stóp procentowych przed 2020 r. Z drugiej strony wzrost gospodarczy mimo spowolnienia wciąż pozostaje na wysokim poziomie, a rachunek obrotów bieżących wciąż bliski równowagi. Jednocześnie napływ środków unijnych będzie, naszym zdaniem, rosnąć w kolejnych kwartałach, co powinno sprzyjać umocnieniu złotego w przyszłym roku.

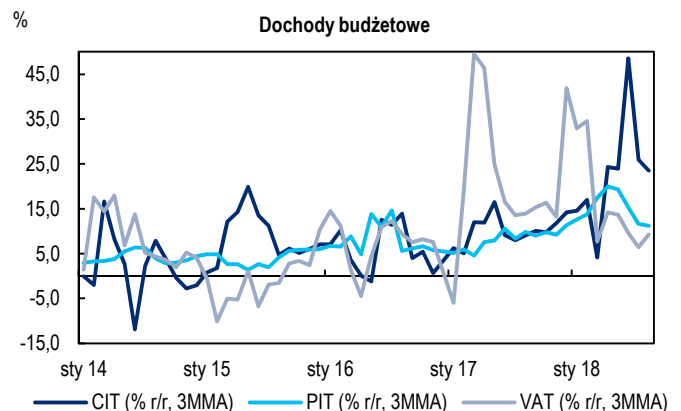
Pewnym ryzykiem dla takiego scenariusza mogłaby być intensyfikacja sporu Włoch z Komisją Europejską w sprawie polityki fiskalnej oraz ewentualna niespodzianka w listopadowych wyborach do amerykańskiego Kongresu. Mocne zwycięstwo Republikanów mogłoby doprowadzić do kolejnego pakietu fiskalnego, wyższego deficytu budżetowego, wyższego wzrostu w USA oraz mocniejszego dolara. Dużo niższy kurs EUR/USD mógłby negatywnie wpłynąć na kurs złotego.

Wykres 23. Budżet ponownie zanotował nadwyżkę w sierpniu



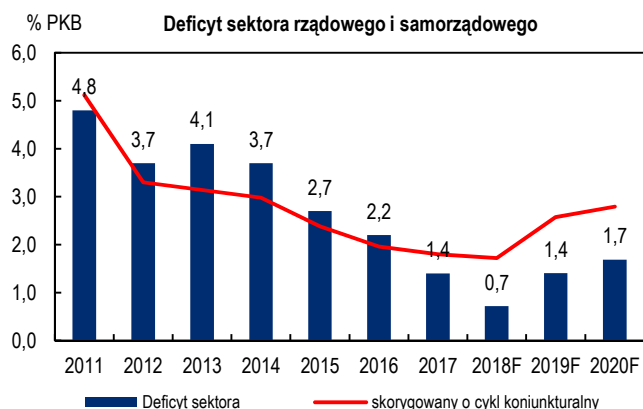
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 24. Dobry wynik dochodów w tym roku to głównie efekt zachowania dochodów z PIT i CIT



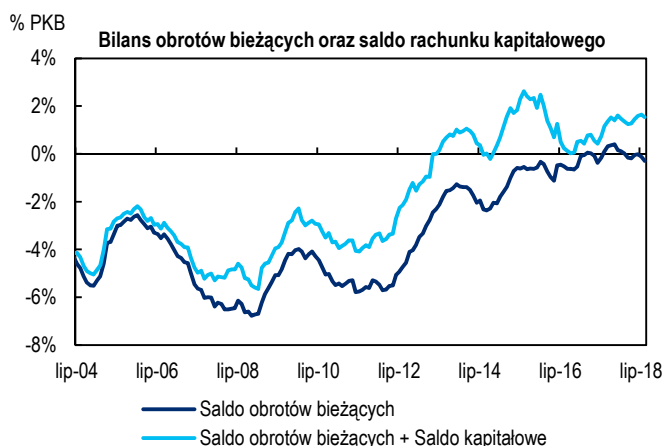
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 25. Deficyt fiskalny w 2018 roku prawdopodobnie będzie poniżej 1% PKB



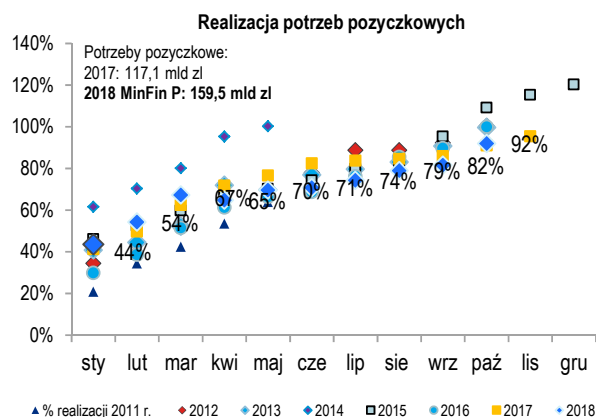
Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 27. Rachunek obrotów bieżących wciąż bliski równowagi gdyż rosnący deficyt w handlu częściowo znosi poprawa w usługach



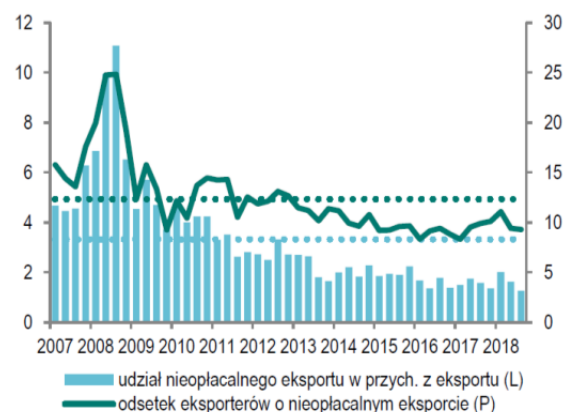
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 26. Realizacja potrzeb pożyczkowych na ten rok jest niemal sfinalizowana



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

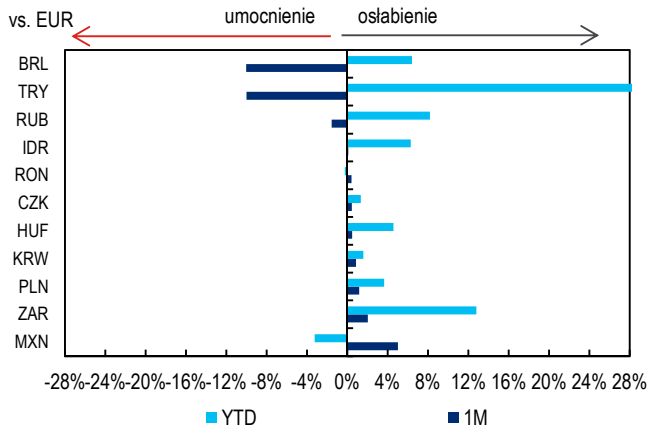
Wykres 28. Słaby złoty wspiera opłacalność eksportu



Źródło: NBP, Citi Handlowy

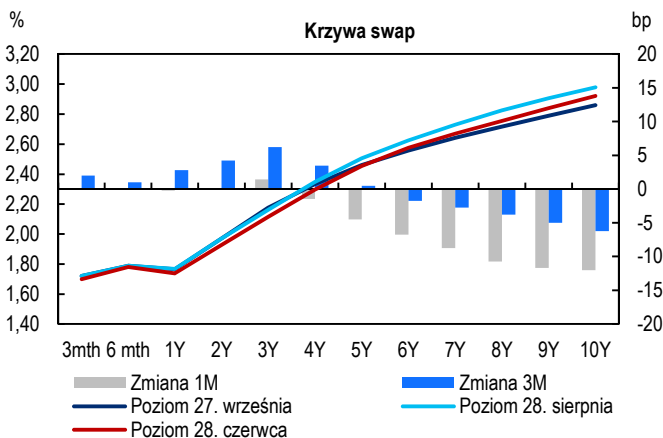
Przegląd rynku

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



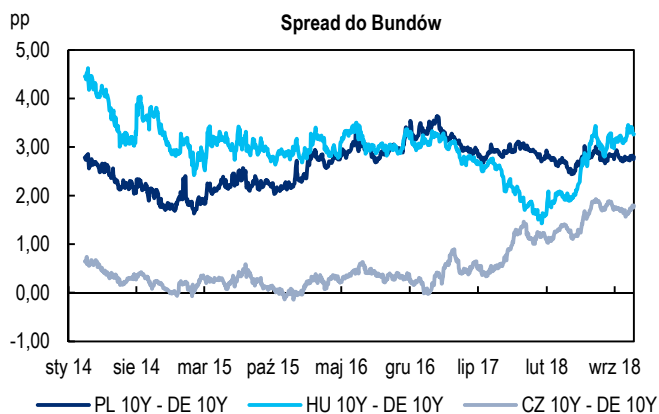
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



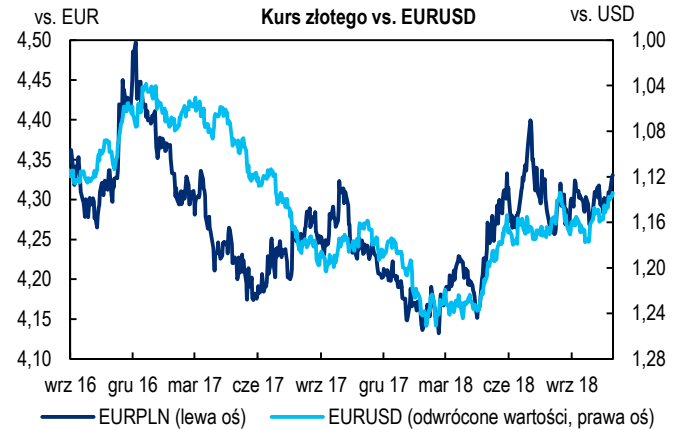
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 45. Co najmniej od kilku miesięcy rentowności obligacji w regionie mocno rosną



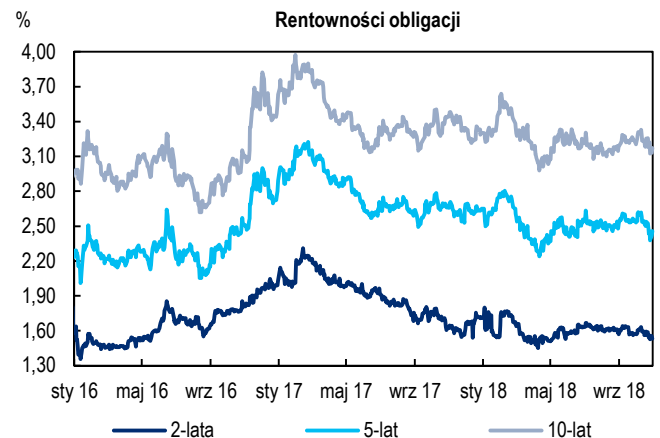
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 42. Złoty pozostaje skorelowany z dolarem



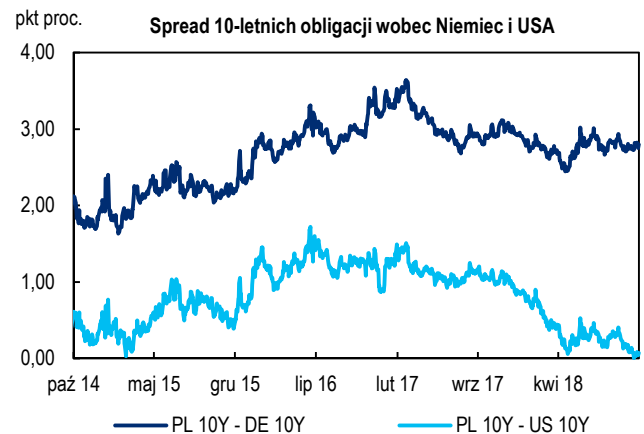
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 44. Rentowności obligacji spadły w ostatnim miesiącu



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 46. Spread długoterminowych obligacji wobec amerykańskich Treasuries ponownie się zawężił



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2017										2018		
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4,3	12,4	9,2	2,8	8,6	7,3	1,8	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,8
Produkcja przemysłowa (% m/m)	6,0	5,1	-1,1	-9,9	4,0	-2,3	11,2	-6,8	1,4	4,1	-5,4	0,8	3,4
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	5,8	13,9	10,9	3,7	9,8	7,2	0,4	9,6	5,3	6,5	10,2	5,5	2,0
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	15,5	20,2	19,8	12,9	34,8	31,1	16,1	19,7	20,6	24,8	18,6	20,1	16,5
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	8,6	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6
Stopa bezrobocia (%)	6,8	6,6	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1	5,9	5,9	5,8	5,7
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	4,5	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2,2	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9
Inflacja (% m/m)	0,4	0,5	0,5	0,2	0,3	-0,2	-0,1	0,5	0,2	0,1	-0,2	0,0	0,2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	3,2	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	2,9
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,5	0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,2	0,6	0,3	1,3	0,3	0,1	0,0	0,4
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	6,0	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	21	-13	95	-1 354	2 289	-792	-914	291	495	-200	-750	-549	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	0,3	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	430	356	266	-1196	-59	-602	-451	208	153	-382	-344	-329	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	17628	18281	18703	15641	17761	16619	17918	17426	17334	18091	17228	17195	-
Eksport (% r/r)	12,9	17,8	17,7	4,8	15,5	6,6	-4,4	9,1	1,1	6,2	9,2	7,4	-
Import f.o.b. (mln EUR)	17198	17925	18437	16837	17820	17221	18369	17218	17181	18473	17572	17524	-
Import (% r/r)	10,6	16,9	17,8	13,2	19,0	9,5	0,3	12,4	1,4	7,9	10,3	11,2	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,4	4,7	3,9	2,4	6,0	4,9	5,8	5,7	6,6	7,2	7,3	7,5	7,9
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	5,0	4,9	4,0	3,9	3,8	4,1	4,6	4,5	5,9	6,3	7,0	7,4	7,8
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	2,6	5,4	3,8	2,4	4,3	3,8	4,5	4,5	3,6	6,5	6,5	6,8	6,0
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	3,3	2,8	1,7	1,7	2,3	2,7	3,3	3,3	4,9	4,7	5,1	5,9	5,3
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5,8	6,1	4,9	6,0	6,4	6,9	6,9	5,0	7,5	7,0	6,7	6,4	6,9
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	1,72	1,72	1,71	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71	1,70
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,50	1,26	1,27	1,47	1,35	1,40	1,34	1,32	1,36	1,39	1,38	1,35	1,31
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,76	1,63	1,61	1,71	1,64	1,65	1,50	1,51	1,58	1,63	1,64	1,57	1,58
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,70	2,66	2,69	2,65	2,78	2,61	2,35	2,37	2,45	2,54	2,54	2,52	2,55
EUR/PLN (koniec okresu)	4,31	4,24	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28
USD/PLN (koniec okresu)	3,65	3,64	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69
EUR/USD (koniec okresu)	1,18	1,16	1,19	1,20	1,24	1,22	1,23	1,21	1,17	1,17	1,17	1,16	1,16
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-4,9	-3,8	-2,7	2,4	25,4	-8,6	-4,5	-3,1	-9,3	-9,5	0,9	-1,1	-
Def. budżetowy skum. (% planu)	-8,3%	-6,4%	-4,5%	4,1%	42,8%	-20,6%	-10,7%	-7,5%	-22,5%	-23,0%	2,1%	-2,5%	-

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	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	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	1,6	2,9
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	7,0	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	3,72	3,48
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,59	3,63
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,28	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,26	4,28
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.

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	3,72	3,48	3,16	3,01	2,89
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,59	3,63	3,30	3,08	2,96
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,18	4,28	4,25	4,14	4,10	4,05
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,28	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.
