

CitiMonthly

Odporni na szoki

Piotr Kalisz, CFA,
Cezary Chrapek, CFA
Kwiecień 2019

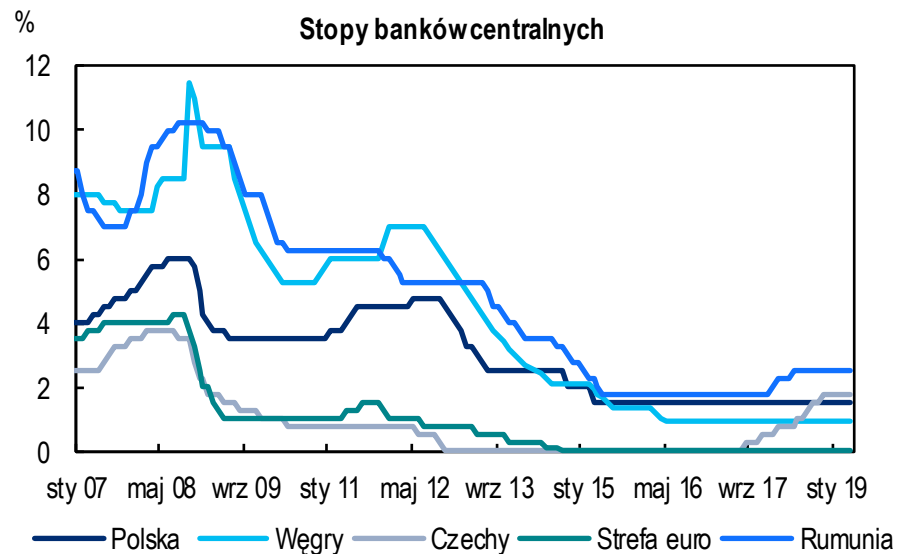
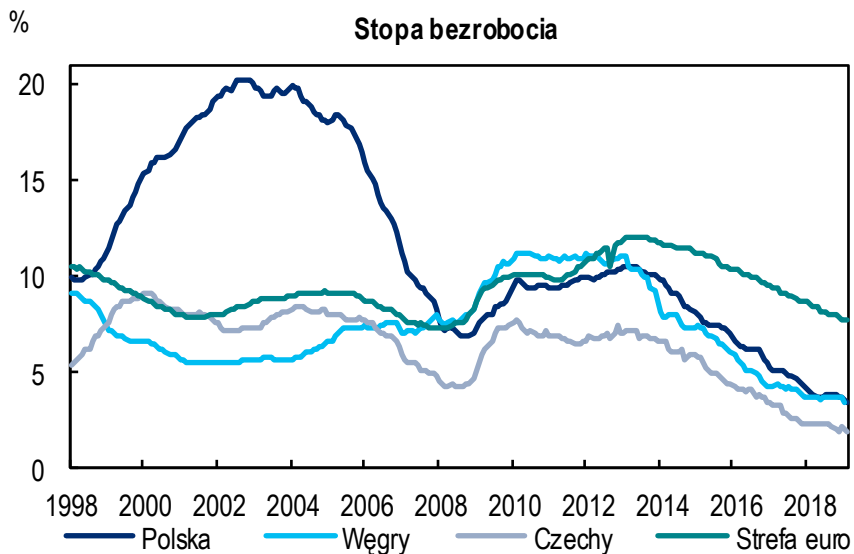
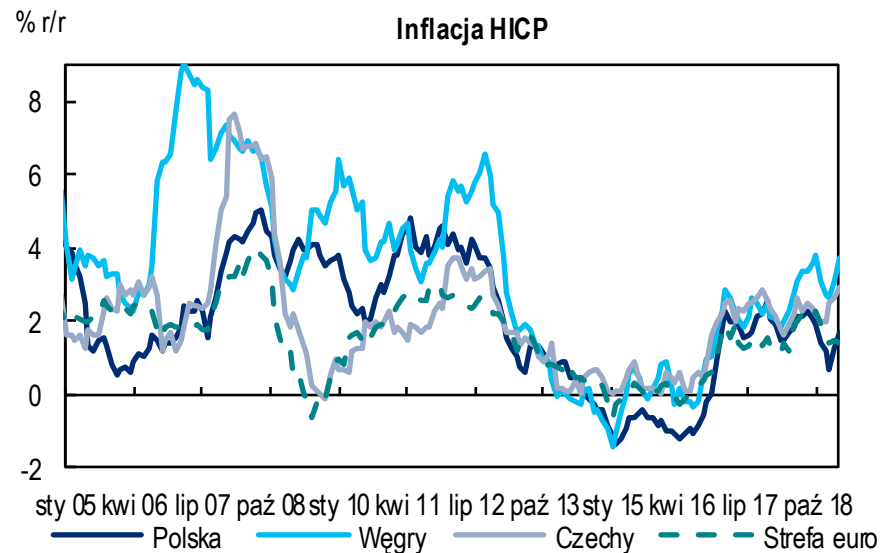
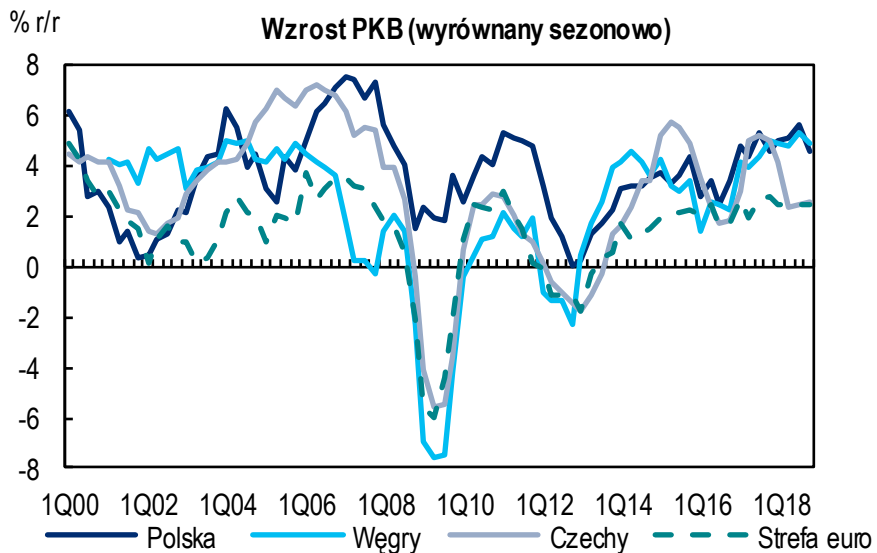
www.citihandlowy.pl
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

 **citi handlowy**[®]

Odporni na szoki

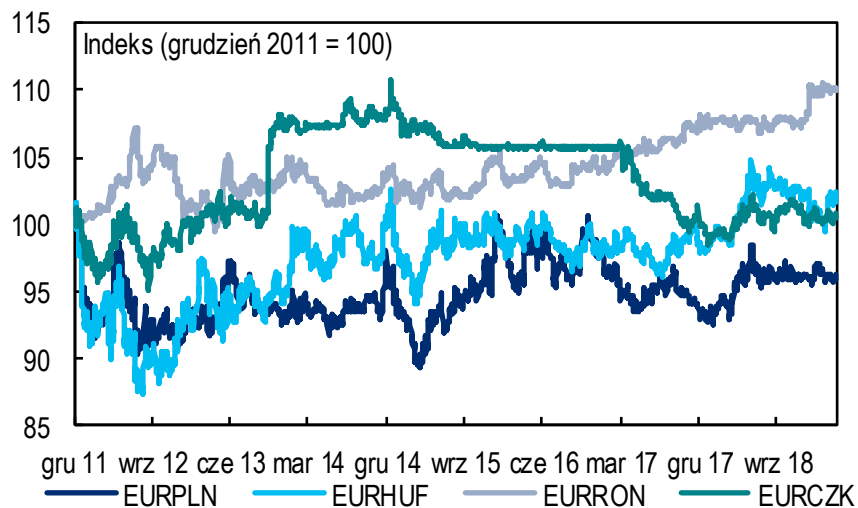
- Łagodzenie polityki fiskalnej w Chinach i złagodzenie tonu przez główne banki centralne przełożyło się na stabilizację perspektyw gospodarczych światowej gospodarki. Niemniej wzrost pozostaje kruchy, a dołek w globalnym handlu jeszcze nie został osiągnięty.
- Pomimo serii słabych danych z Niemiec oraz strefy euro, ostatnie miesiące przyniosły zaskakująco dobre wyniki polskiej gospodarki, w tym szczególnie w przemyśle. Odporność polskiego przemysłu można częściowo tłumaczyć silnym popytem krajowym, a także rosnącym udziałem Polski w imporcie zarówno Niemiec jak i całej strefy euro.
- Według naszych prognoz wzrost w I kwartale wyhamował do 4,3%, w całym 2019 roku może wynieść około 4,1%.
- Głównym motorem wzrostu pozostaje konsumpcja prywatna, napędzana wyjątkowo dobrą sytuacją na rynku pracy, a w kolejnych kwartałach także planowanymi wydatkami fiskalnymi (ok. 10 mld zł na 13. emerytury oraz ok. 10 mld zł na rozszerzone 500+).
- Dodatkowe wydatki mają zostać sfinansowane wyższymi podatkami, zmianami w systemie emerytalnym oraz znacznymi dochodami jednorazowymi. W rezultacie deficyt fiskalny w kolejnych latach będzie niższy niż wcześniej planowano.
- Inflacja stopniowo rośnie i może przekroczyć 3% na początku 2020 r. Nic nie wskazuje jednak na to, że RPP mogłaby odejść od gołębiego przekazu. Naszym zdaniem Rada utrzyma stopy procentowe bez zmian do końca kadencji. Jednocześnie spodziewamy się stosunkowo stabilnego złotego.

Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne



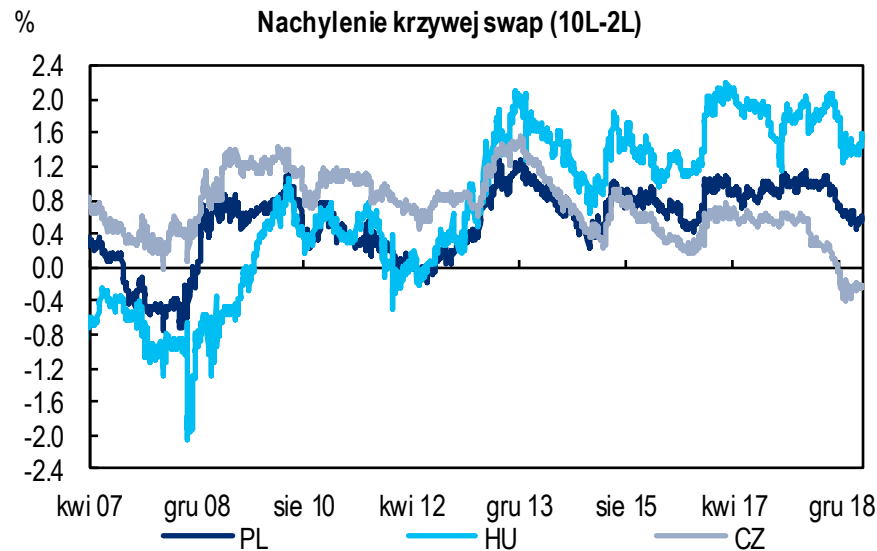
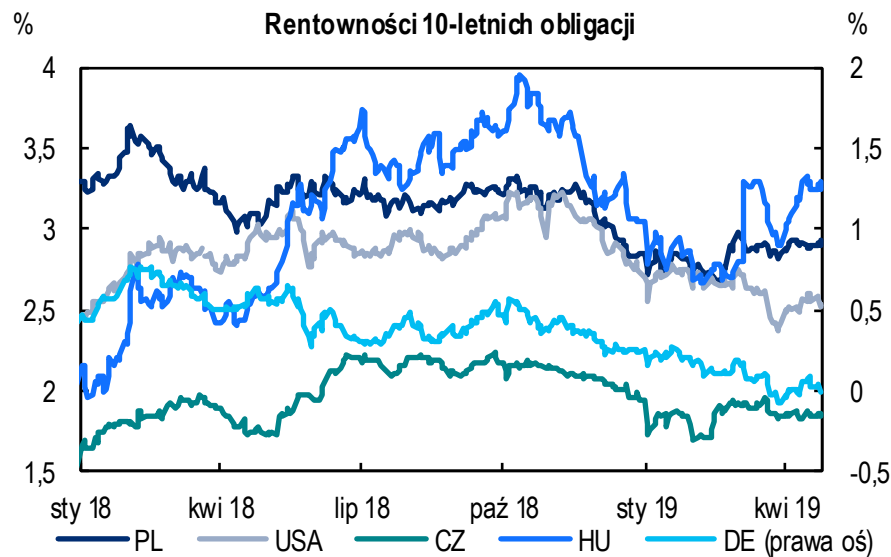
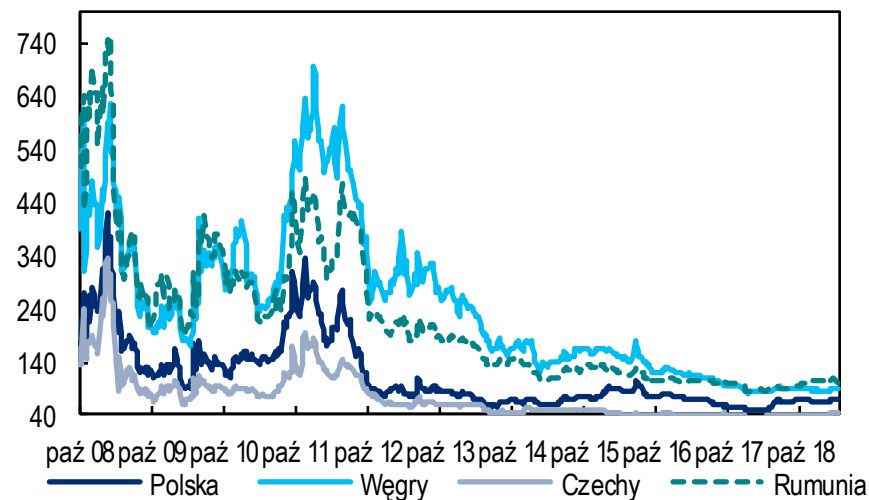
Podstawowe wskaźniki rynkowe

Kursy walut krajów Europy Środkowej



bp

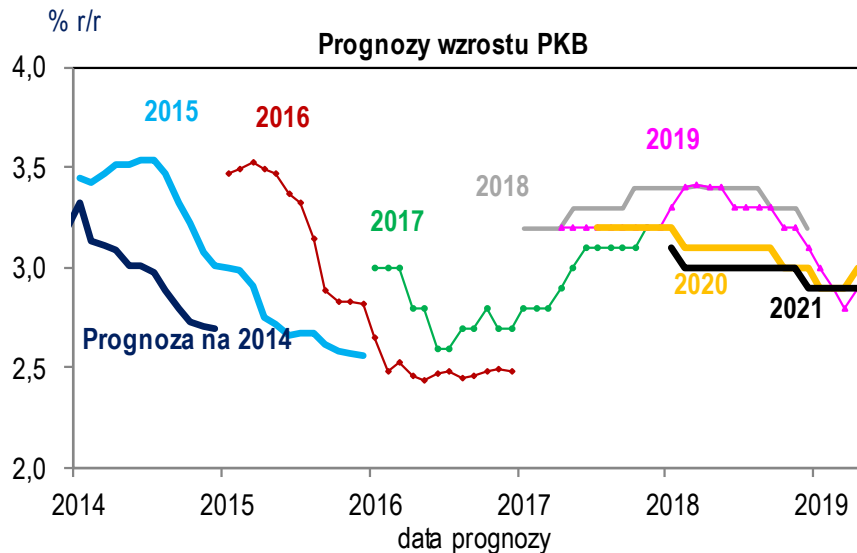
Stawki CDS



Prognozy globalne

	PKB			CPI			Stopy banku centralnego			Bilans obrotów bieżących			Deficyt fiskalny*			Dług*		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Świat	3,2	2,9	3,0	2,7	2,5	2,5	2,67	2,94	2,85	0,3	-0,1	-0,2	-2,5	-3,3	-3,2	85	87	87
Kraje rozwinięte	2,2	1,8	1,6	1,9	1,4	1,6	0,95	1,25	1,25	0,0	-0,3	-0,6	-2,5	-3,6	-3,5	107	110	110
USA	2,9	2,7	2,0	2,0	1,7	1,9	1,90	2,50	2,50	-2,4	-3,0	-3,5	-4,3	-6,1	-6,0	106	108	110
Japonia	0,8	0,6	0,1	1,0	0,6	0,8	-0,10	-0,10	-0,03	3,5	3,1	3,3	-4,1	-4,3	-3,9	240	241	241
strefa euro	1,8	1,0	1,4	1,8	1,2	1,5	0,00	0,00	0,00	3,0	2,9	2,8	-0,8	-1,4	-1,4	85	85	84
Niemcy	1,5	0,5	1,5	1,9	1,1	1,2	0,00	0,00	0,00	7,5	6,9	6,6	1,6	0,7	0,4	60	58	56
Francja	1,6	1,4	1,7	2,1	1,4	1,8	0,00	0,00	0,00	-0,7	-0,6	-0,5	-2,6	-3,3	-2,3	99	99	99
Włochy	0,8	-0,1	0,4	1,2	0,8	1,2	0,00	0,00	0,00	2,5	2,4	2,2	-2,1	-2,7	-3,0	132	135	136
Hiszpania	2,6	2,2	1,7	1,7	1,3	1,6	0,00	0,00	0,00	0,5	1,1	1,2	-2,6	-2,2	-2,1	97	95	94
Szwecja	2,4	1,5	1,6	2,1	1,8	1,7	-0,50	-0,19	0,19	2,0	3,6	4,3	0,7	0,2	0,3	39	38	37
Szwajcaria	2,5	0,6	1,5	0,9	0,5	0,6	-0,75	-0,75	-0,75	10,2	9,5	8,7	0,8	0,6	0,5	28	27	26
Wielka Brytania	1,4	1,4	1,6	2,5	1,7	1,7	0,60	0,85	1,17	-3,9	-4,0	-3,9	-1,2	-1,6	-1,4	86	85	84
Kraje rozwijające się	4,5	4,5	4,8	3,8	3,9	3,6	5,00	5,10	4,82	0,8	0,3	0,2	-2,5	-2,9	-2,9	55	56	57
Chiny	6,6	6,6	6,3	2,1	2,6	2,3	3,40	3,40	3,40	0,4	-0,1	-0,1	-2,6	-2,8	-2,8	69	72	72
Indie	7,0	7,2	7,6	3,4	3,8	4,2	6,33	5,79	5,75	-2,4	-2,2	-1,0	-6,5	-6,0	-5,9	71	69	67
Indonezja	5,2	5,0	4,9	3,2	3,9	3,8	4,26	5,75	5,00	-3,0	-2,5	-2,3	-1,8	-1,9	-1,7			
Korea Płd.	2,7	2,4	2,2	1,5	1,0	1,5	1,63	1,75	1,63	4,7	4,1	4,0	1,8	0,6	-0,5	38	40	41
Czechy	2,9	2,2	2,7	2,1	2,5	1,7	1,06	1,85	2,27	0,4	0,2	1,5	0,9	0,4	0,3	33	31	29
Węgry	4,9	3,5	3,1	2,8	3,3	3,6	0,90	0,90	0,96	0,5	-0,1	0,2	-2,2	-1,9	-2,1	71	67	65
Polska	5,1	4,1	3,6	1,6	1,8	2,7	1,50	1,50	1,50	-0,7	-1,5	-1,7	-0,4	-1,4	-0,2	47	46	43
Rumunia	4,1	3,3	3,4	4,6	3,9	3,5	2,44	2,75	3,94	-4,5	-4,9	-4,7	-2,9	-3,5	-3,2			
Rosja	2,3	1,7	2,5	2,9	4,9	4,2	7,42	7,65	7,04	7,4	6,0	4,5	2,7	1,9	1,1	17	18	18
Turcja	2,6	-3,0	2,2	16,3	18,4	16,7	17,74	24,02	20,75	-3,6	-0,5	-1,7	-2,0	-3,6	-3,4	30	35	37
RPA	0,8	0,9	1,3	4,6	4,4	5,0	6,59	6,75	6,96	-3,7	-3,5	-3,6	-5,1	-5,4	-5,4	58	61	60
Brazylia	1,1	1,4	2,0	3,7	3,8	3,9	6,56	6,50	6,75	-0,8	-1,3	-1,6	-7,1	-6,5	-7,0	77	79	81
Meksyk	2,0	1,4	1,9	4,9	4,1	3,9	7,69	8,00	7,44	-1,8	-1,5	-1,6	-2,3	-2,7	-3,1	53	54	55

Perspektywy globalne – stabilizacja prognoz



Stabilizacja prognoz dzięki Chinom

- Łagodzenie polityki fiskalnej (Chiny) i złagodzenie tonu przez główne banki centralne przełożyło się na stabilizację perspektyw gospodarczych światowej gospodarki, choć wzrost wciąż jest kruchy, a dołek w globalnym handlu jeszcze nie został osiągnięty.
- Łagodniejsza polityka pieniężna może przekładać się na większy apetyt na aktywa gospodarek rozwijających się.

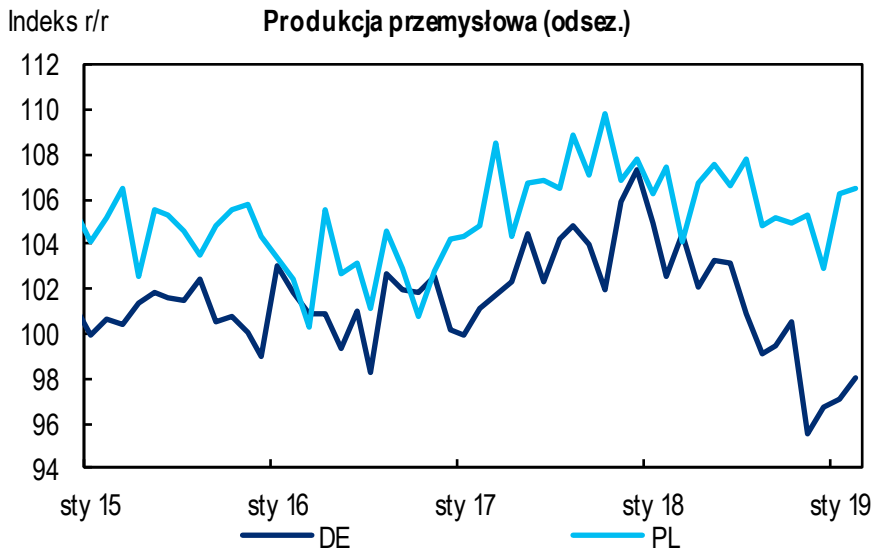
Niepokoje w handlu trwają

- Porozumienie USA z Chinami może zostać podpisane w II kw., a z UE i Japonią do końca roku, ale niepewność pozostanie wysoka a napięcia handlowe mogą się utrzymywać także w 2020 r.
- Substytucja chińskiego importu na rzecz USA odbyłaby się kosztem innych krajów, w tym gospodarek azjatyckich i Niemiec.

Opóźniona poprawa w Niemczech?

- Póki co dane z niemieckiej gospodarki pokazują dobre odczyty konsumpcji prywatnej przy bardzo słabej produkcji i eksporcie. Najnowsze dane z Chin (PMI) mogą sygnalizować poprawę (zrewidowaliśmy prognozę wzrostu o +0,4 pkt proc. do 6,6%), choć Niemcy prawdopodobnie odczują to z opóźnieniem. W razie potrzeby Niemcy dysponują też olbrzymią rezerwą fiskalną (ok. 1,4-7,6% PKB).

Odporni na szoki



Gospodarka wciąż pozytywnie zaskakuje

- Pomimo serii słabych danych z Niemiec oraz strefy euro, ostatnie miesiące przyniosły zaskakująco dobre wyniki polskiej gospodarki. Obliczany przez Citi indeks niespodzianek ekonomicznych utrzymuje się na wysokim poziomie.
- W dobrej kondycji pozostaje przemysł. Tempo wzrostu produkcji przemysłowej okazało się wyższe od przewidywań w każdym miesiącu pierwszego kwartału.
- W marcu produkcja wzrosła o 5,6% r/r, a po wyeliminowaniu wpływu efektów kalendarzowych wzrost wyniósł 7,8% r/r. Był to najwyższy poziom od lipca 2018 roku. Dane wyższe od prognoz

Rozbieżne ścieżki w regionie

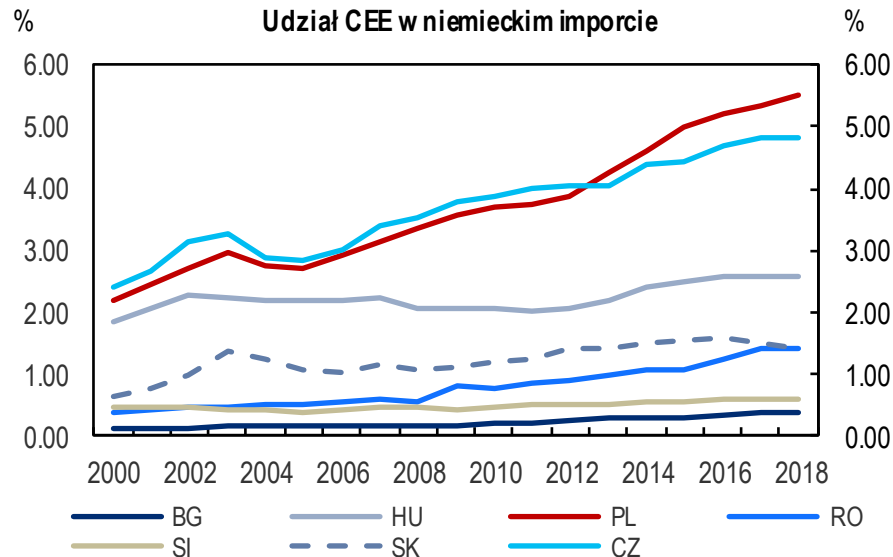
- Rozbieżność między trendami obserwowanymi w Polsce i w Niemczech utrzymuje się już od dłuższego czasu i trudno ją uznać za zjawisko tymczasowe.
- Istotne znaczenie ma fakt, że polska gospodarka jest mniej otwarta niż na przykład gospodarka czeska lub węgierska, co zmniejsza tempo rozprzestrzeniania się szoków zewnętrznych w kraju.

Rozpychając się łokciami



Silny popyt krajowy pomaga

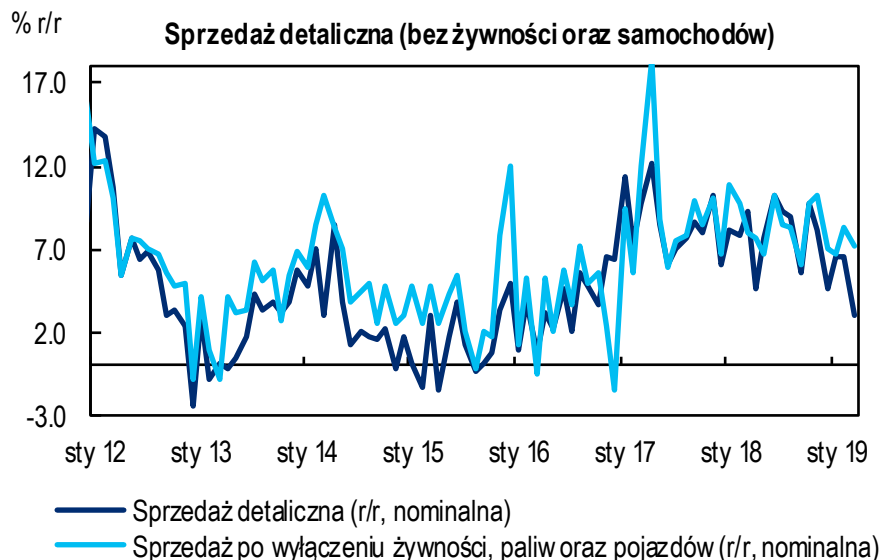
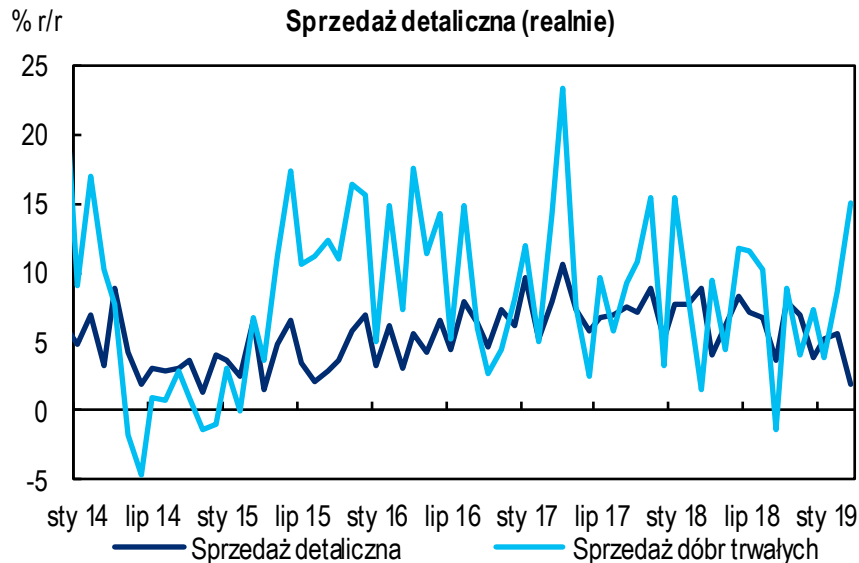
- Odporność polskiego przemysłu można częściowo tłumaczyć silnym popytem krajowym, który rekompensuje niekorzystne trendy w zamówieniach eksportowych.
- Indeks nowych zamówień krajowych wskazuje, że pod koniec 2018 i na początku 2019 roku zamówienia krajowe wyraźnie poprawiły się w stosunku do zamówień eksportowych. Kluczowe pytanie dotyczy tego, czy powyższe tendencje mogą być kontynuowane.



Polskie firmy rozpychają się w Niemczech

- Udział Polski w niemieckim imporcie rośnie od lat, wykazując się niewielką cyklicznością. Fakt, że wzrost on w każdym z ostatnich trzynastu lat wskazuje, że oddziaływały tu strukturalne, a nie cykliczne czynniki.
- Za dobre wyniki przemysłu prawdopodobnie odpowiada rosnąca integracja polskich firm z zagranicznymi łańcuchami dostaw. Tak długo jak trwa ten proces, polskie firmy mogą zwiększać swój udział w imporcie strefy euro, nawet w okresie spowolnienia gospodarczego.

Pozorna słabość sprzedaży



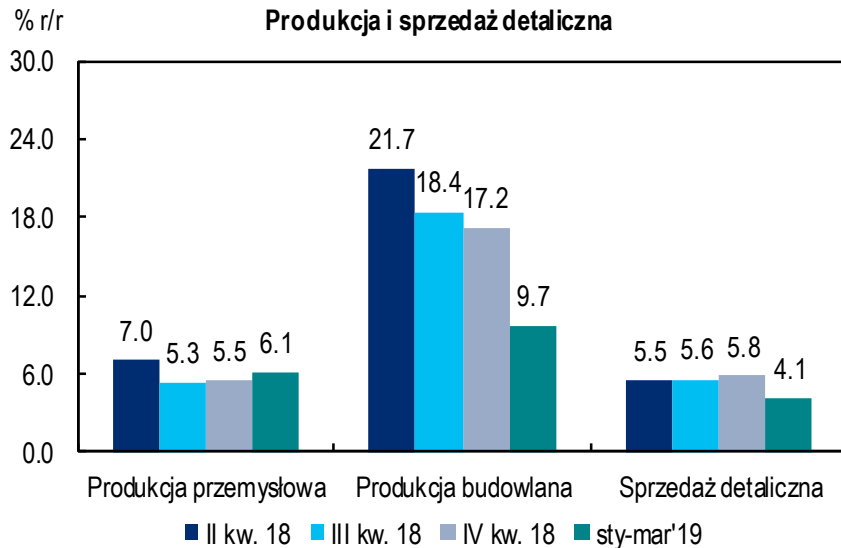
Sprzedaż wyhamowała, ale w kwietniu odbije

- Sprzedaż detaliczna wyraźnie spowolniła i w marcu wzrosła zaledwie o 1,8% r/r. Jeszcze w lutym wzrost wynosił 5,6%.
- Choć skala spowolnienia robi wrażenie, jest to głównie efekt czynników kalendarzowych. W 2018 roku Wielkanoc przypadła na początek kwietnia, przez co świąteczne zakupy zwiększały sprzedaż już w marcu. Na skutek tak wysokiego punktu odniesienia ostatnie dane o sprzedaży „automatycznie” okazały się niskie.
- W danych kwietniowych spodziewamy się odbicia sprzedaży powyżej 9% r/r

Silny wzrost w dobrach trwałych

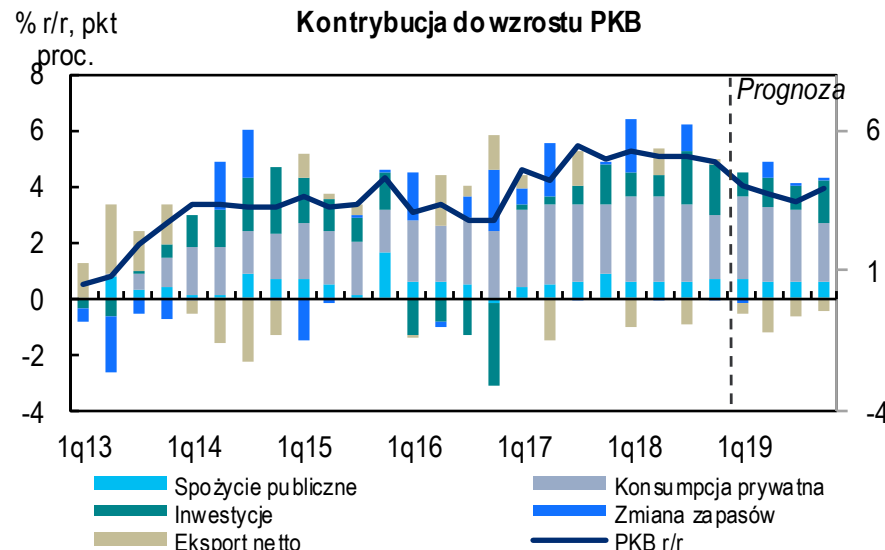
- Hipoteza o „kalendarzowym” spowolnieniu znajduje potwierdzenie również w danych o strukturze sprzedaży. Wyjątkowo słabe wyniki odnotowano bowiem w przypadku żywności – spadek o 10,4% w ujęciu realnym.
- Pozytywnym sygnałem jest za to dynamiczny wzrost sprzedaży dóbr trwałych o 13,8% r/r, wobec 7% w lutym. W kolejnych miesiącach prawdopodobne jest wyhamowanie w tej kategorii z powrotem do około 5%.

Po dołku przyjdzie lekkie odbicie



Wzrost może wyhamować do 4,3% w I kw.

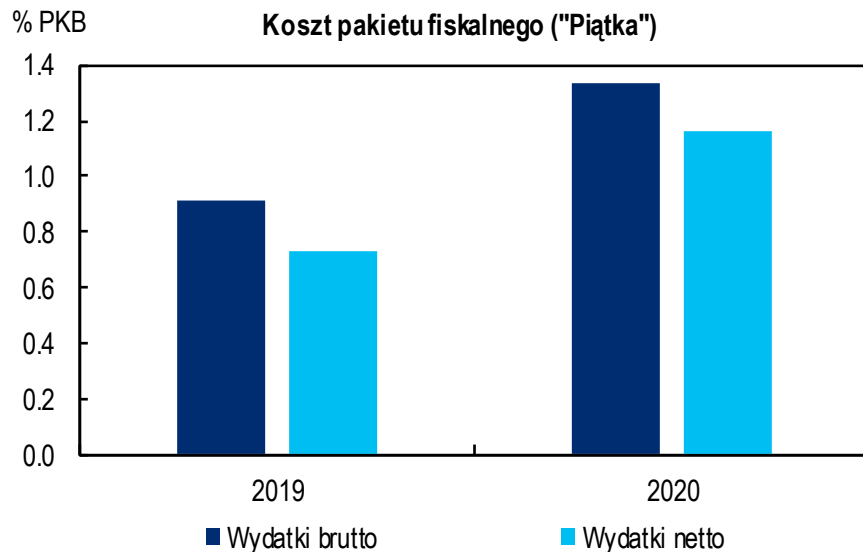
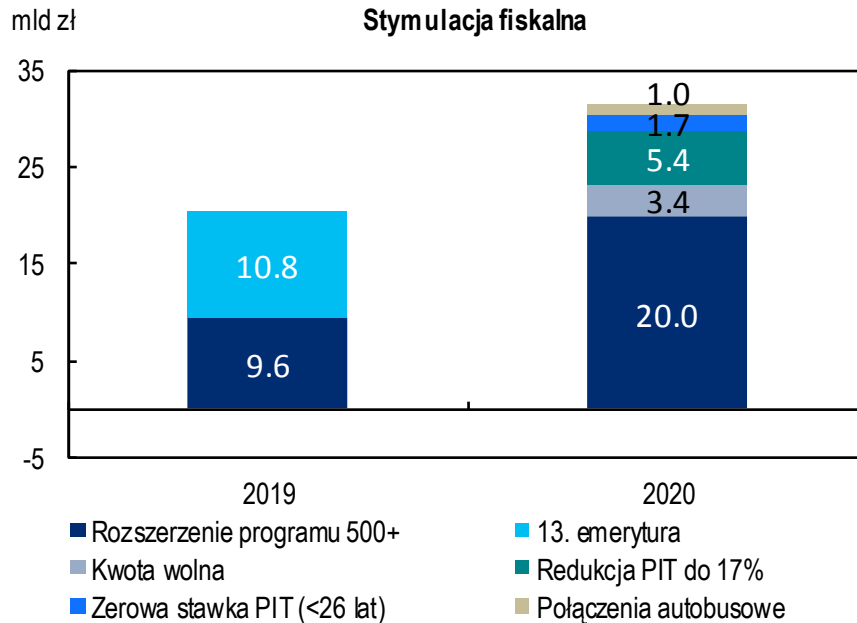
- Na podstawie danych miesięcznych można spodziewać się, że wzrost w całym I kwartale spowolnił. O ile przemysł rósł szybciej niż w IV kwartale, aktywność w budownictwie okazała się znacznie słabsza niż pod koniec 2018 roku.
- Według naszych szacunków dane te wskazują na wzrost gospodarczy na poziomie około 4,3% w I kw., wobec 4,9% w IV kw.
- Głównym motorem wzrostu pozostaje konsumpcja prywatna, napędzana wyjątkowo dobrą sytuacją na rynku pracy (oczywiście: dobrą z punktu widzenia pracownika, bo nie pracodawcy)



W całym roku wzrost powyżej 4%

- Wzrost gospodarczy może ponownie spowolnić w II kwartale, ale pod koniec roku spodziewamy się jego przyspieszenia. Znaczne wydatki fiskalne (ok. 10 mld zł na 13-te emerytury oraz ok. 10 mld zł na rozszerzone 500+) powinny zapewnić wystarczające paliwo.
- Według naszych prognoz wzrost w całym 2019 roku może wynieść około 4,1%, a w 2020 roku 3,6%.

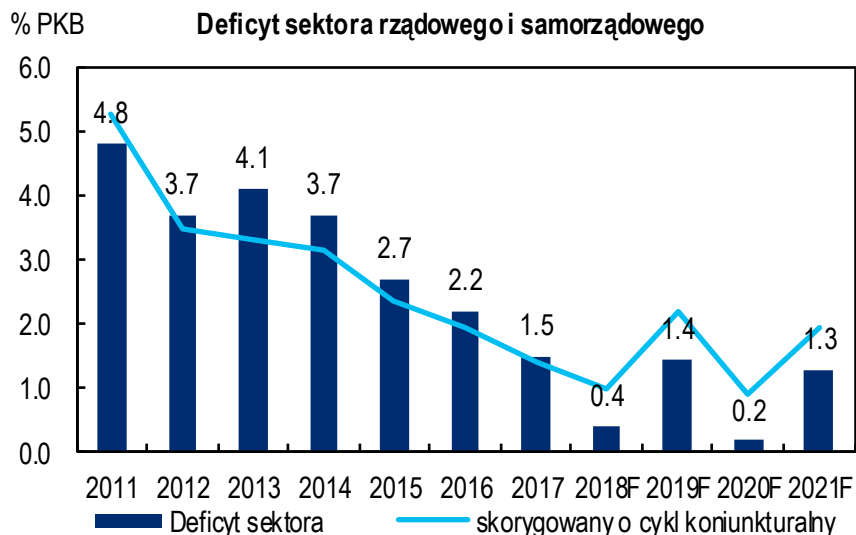
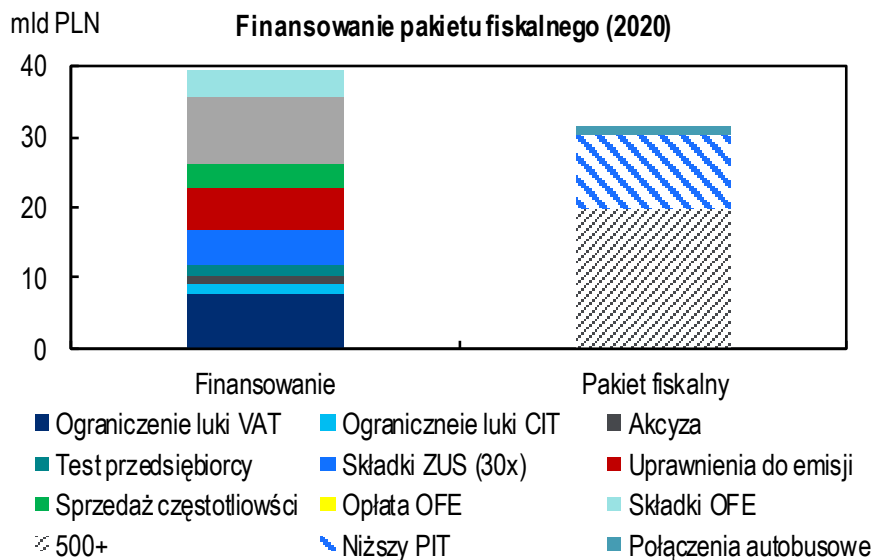
Fiskalna stymulacja w szczegółach



Większa progresja w PIT

- W kwietniu pojawiły się dodatkowe szczegóły dotyczące (ogłoszonego jeszcze w lutym) pakietu fiskalnego.
- Osoby w wieku poniżej 26 lat oraz o dochodach sięgających do 42764 zł rocznie będą objęte zerową stawką PIT. Koszt tego rozwiązania dla budżetu ma wynieść około 1,7 mld zł.
- Wprowadzona zostanie również dodatkowa stawka PIT na poziomie 17% dla osób o dochodach do 42764 zł rocznie. W tym przypadku koszt jest szacowany na 5,4 mld zł.
- Trzecim elementem zmian jest podniesienie kosztów uzyskania przychodów do poziomu 3000 zł z 1335 zł, które ma kosztować budżet 3,4 mld zł.
- Pakiet fiskalny obejmuje również zwiększenie wydatków na program 500+ oraz wypłatę świadczenia emerytalnego w wysokości 1100 zł brutto. Wiadomo już, że ta ostatnia wypłata będzie miała charakter jednorazowy i nastąpi tylko w 2019 roku.
- Powyższe zmiany – wraz z wcześniej wprowadzonym podatkiem „solidarnościowym” oraz planowaną od 2020 roku eliminacją limitu składek emerytalnych – doprowadzą do zwiększenia progresji podatku dochodowego PIT.

Niższy deficyt



Deficyt ponownie spadnie w 2020 r.

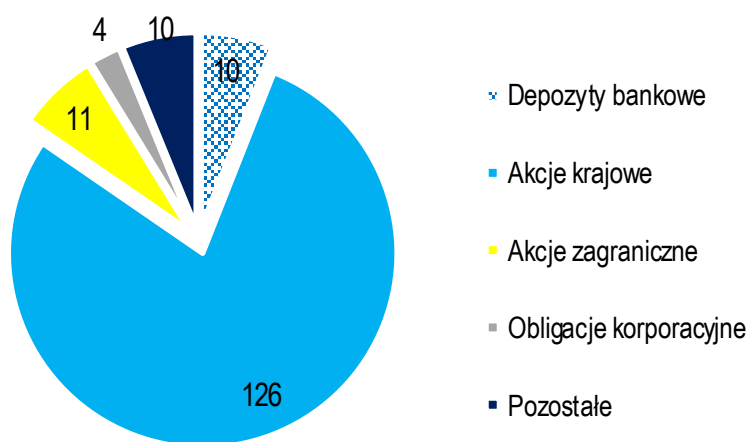
- Bezpośrednio po ogłoszeniu pakietu fiskalnego przedstawiciele rządu sugerowali, że doprowadzi on do wzrostu deficytu w pobliżu 3% PKB. Opublikowana w kwietniu aktualizacja *Programu Konwergencji* wskazuje jednak, że koncepcja ta uległa zmianie.
- Dodatkowe wydatki mają zostać sfinansowane wyższymi podatkami, zmianami w systemie emerytalnym oraz znacznymi (niepodatkowymi) dochodami jednorazowymi. W rezultacie deficyt fiskalny w kolejnych latach będzie niższy niż wcześniej planowano.

„Podwyżki” podatków o 23 mld zł

- Po stronie podatków największe dodatkowe wpływy mają pochodzić z dalszej redukcji luki VAT, uszczelniania podatków dochodowych (CIT oraz PIT), likwidacji „limitu 30-krotności” w przypadku składek emerytalnych, podwyżki akcyzy, opłaty recyklingowej.
- W sumie podwyżki i uszczelnianie podatków mają w 2020 roku przynieść 23 mld zł, finansując w niemal ¾ koszty pakietu fiskalnego.
- Jednorazowe wpływy będą dotyczyć sprzedaży praw do częstotliwości, sprzedaży uprawnień do emisji CO₂ oraz opłaty związanej z transferem aktywów z OFE.

Reforma systemu emerytalnego

Portfel inwestycyjny OFE (mld PLN, mar-2019)

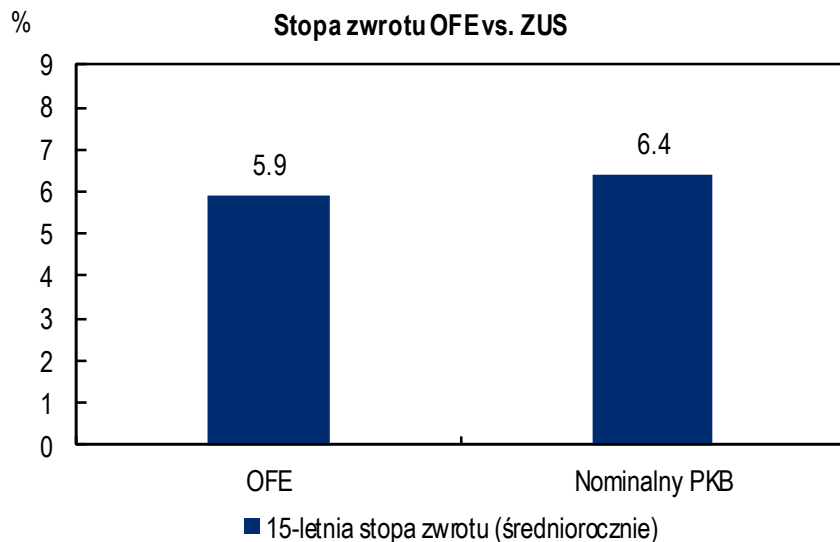


Od 2020 roku mają zniknąć OFE

- Planowana reforma systemu emerytalnego zakłada likwidację OFE.
- Członkowie funduszy otrzymają prawo do transferu aktywów zgromadzonych w OFE na konto IKE, będące częścią III filaru systemu. Z transferem wiązałyby się opłata przekształceniowa w wysokości 15%.
- Środki osób, które nie zdecydują się na przejście do IKE zostaną przekazane do ZUS. W przeciwieństwie do IKE oraz OFE, nie będą one jednak podlegały dziedziczeniu.

Ile osób trafi do IKE?

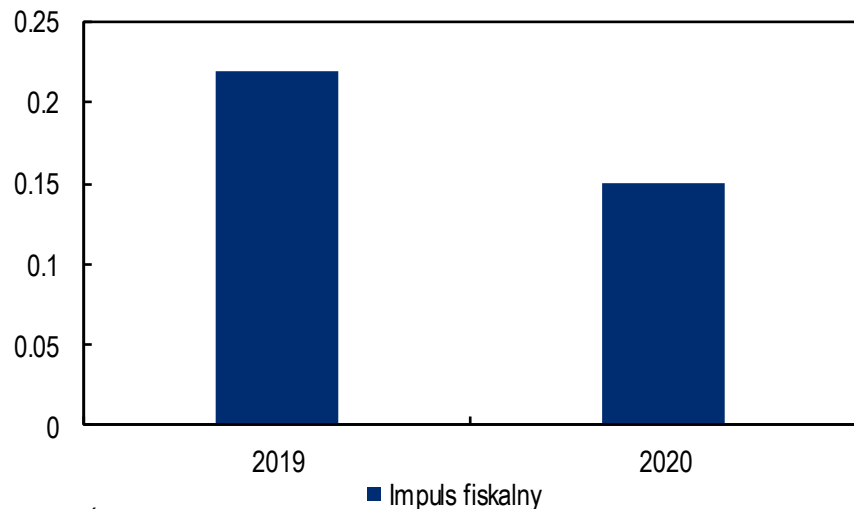
- Decyzja o wyborze między IKE oraz ZUS nie będzie łatwa. Osoby podejmujące decyzję będą musiały rozważyć oczekiwane stopy zwrotu (historycznie miał tu przewagę ZUS), mniejszą zmienność „wyceny” w ZUS, a także kwestie dziedziczenia (ten czynnik działa na korzyść IKE).
- Biorąc pod uwagę wielość czynników, spodziewamy się, że większość członków OFE zdecyduje się nie robić nic i skorzysta z domyślnej opcji, czyli transferu do IKE.
- Naszym zdaniem na taki ruch może zdecydować się 80-90% osób



Wpływ na potrzeby pożyczkowe i PKB

	2019	2020
1. Dodatkowe potrzeby pożyczkowe	20.4	27.5
2. Dywidenda NBP	5.0	
3. VAT	2.4	3.9
4. PIT	1.6	
5. Opłata przekształceniowa		9.7
6. Składki z OFE		3.5
7. Suwak		-7.5
8. Czynniki obniżające potrzeby (2+3+4+5+6+7)	9.0	9.6
9. Dodatkowy popyt na obligacje (IKE, PPK, ALM)	3.8	10.2
10. Pozostałe (1-8-9)	7.6	7.7

pkt. proc. **Dodatkowy wzrost PKB z tytułu impulsu fiskalnego**



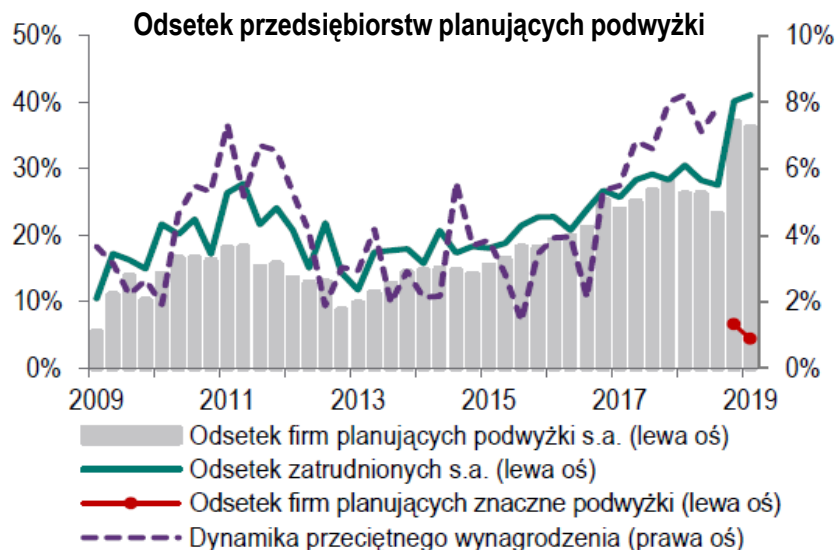
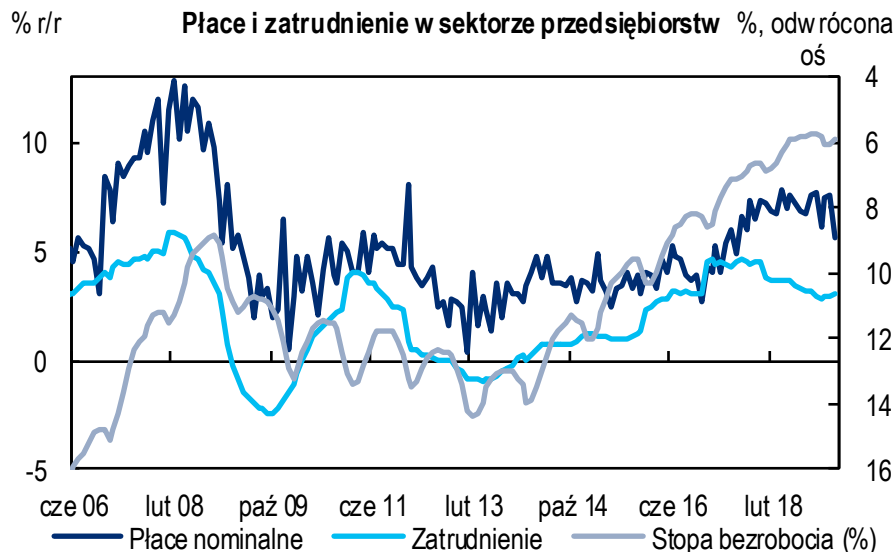
Opłata z OFE pomoże finansować deficyt

- Obecnie aktywa w OFE wynoszą około 160 mld zł. Gdyby wszyscy uczestnicy zaakceptowali przeniesienie do IKE, opłata przekształceniowa wyniosłaby łącznie 24 mld zł. Jej wpłata poprawiłaby wyniki budżetu i zmniejszyłaby konieczność zadłużania się przez Skarb Państwa.
- Biorąc pod uwagę powyższe wpływy, a także podwyżkę innych podatków, spodziewamy się, że Ministerstwo Finansów nie będzie miało problemów ze sfinansowaniem pakietu wydatków fiskalnych.

Impuls wzrostowy

- Fakt, że wyższe wydatki są finansowane wyższymi podatkami wyraźnie zmniejsza pro wzrostowy wpływ pakietu fiskalnego.
- Niemniej rosnące wydatki mają nieco wyższy mnożnik fiskalny niż wiele z pozycji dochodowych (opłata OFE, inne dochody jednorazowe powinny być neutralne dla PKB).
- Z tego powodu efekt netto zmian fiskalnych powinien być lekko pozytywny. Szacujemy, że w 2019 roku doda on do wzrostu PKB przynajmniej 0,2 pkt. proc., a w 2020 roku dodatkowe 0,1-0,2 pkt.

Rynek pracy wciąż mocny



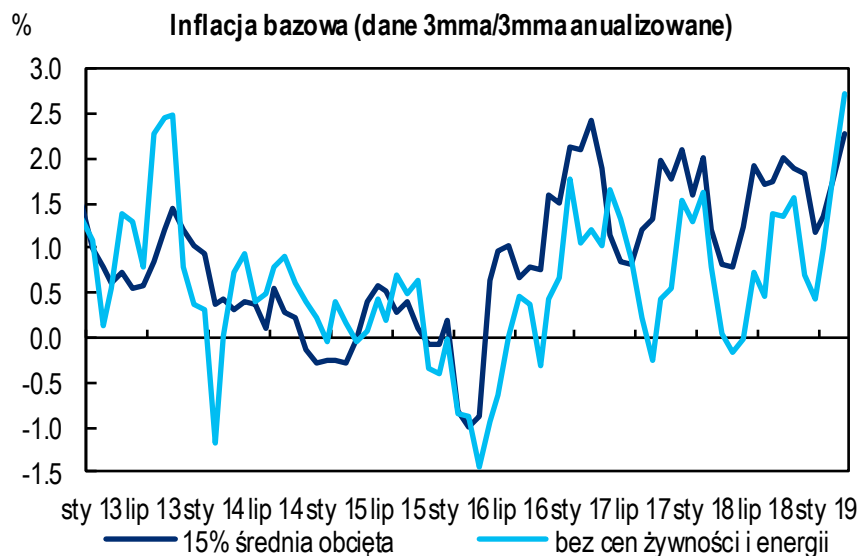
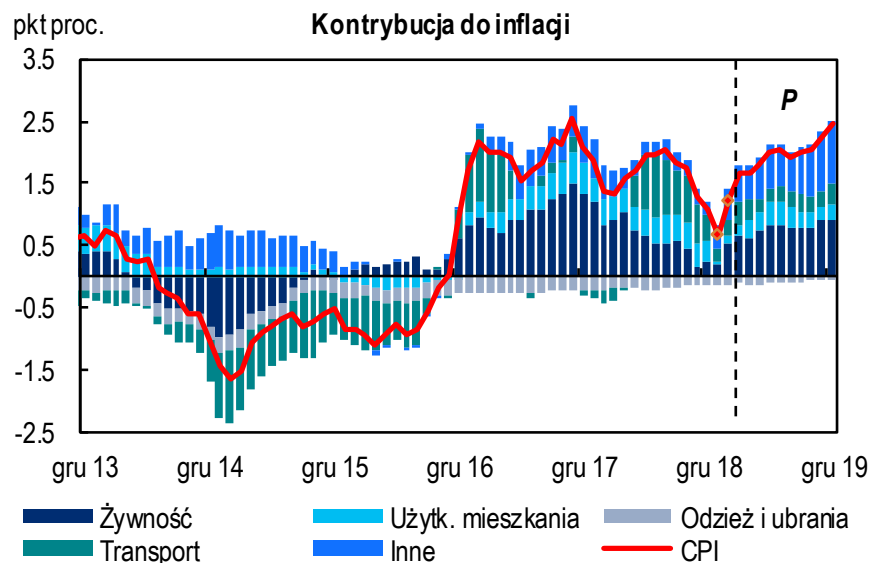
Płace rozczarowały, ale mocne zatrudnienie

- Dynamika płac spadła w marcu do 5,7% z 7,6%, co okazało się sporym rozczarowaniem. Na taki wynik złożyło się wyhamowanie tempa wzrostu płac we wszystkich głównych kategoriach, w tym szczególnie w górnictwie (do 3,6% z 27,1%). Płace w dwóch głównych sektorach przetwórstwie oraz handlu i naprawach mimo wyhamowania rosły o ponad 6%.
- Z kolei dynamika zatrudnienia nieoczekiwanie wzrosła do 3% z 2,9%, za co odpowiadało przyspieszenie m.in. w przetwórstwie i budownictwie.
- W rezultacie realny wzrost funduszu płac w I kw. utrzymał się na poziomie 8,8%.

Brak siły roboczej wciąż doskwiera firmom

- Indeksy niedoboru siły roboczej oraz presji płacowej w badaniach NBP obniżyły się jedynie nieznacznie w kwietniu, i wciąż pozostają blisko najwyższych poziomów od 2008 r., co przekłada się na plany podwyżek wynagrodzeń.
- Wobec wyhamowania napływu imigrantów, rekordowo niskiej stopy bezrobocia i wciąż wysokiego popytu krajowego spodziewamy się utrzymania wzrostu płac w okolicach 7%.
- Rosnące koszty pracy obok wyższych cen energii i paliw mogą przekładać się na większą skłonność firm do podwyżek cen towarów i usług

Inflacja



Inflacja bazowa w górę

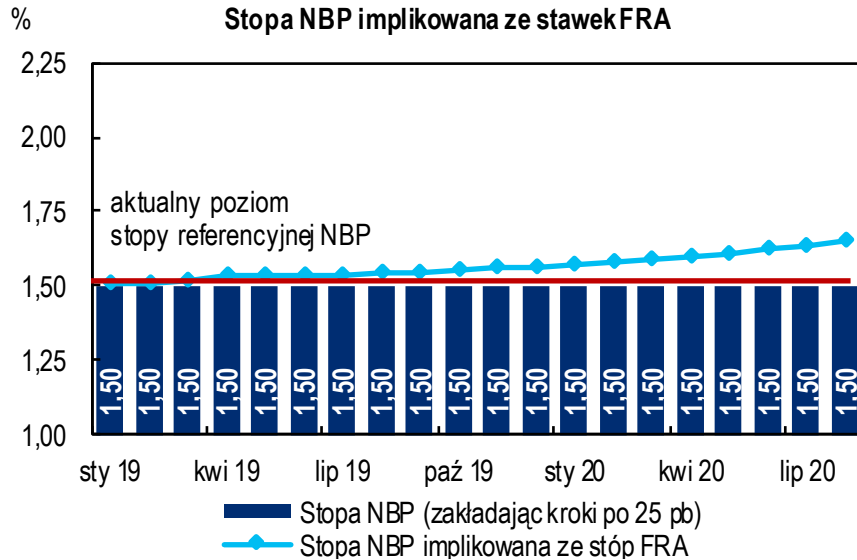
- Inflacja wzrosła w marcu do 1,7% r/r, tym samym powracając do przedziału dopuszczalnych wahań, w którym bank centralny próbuje utrzymać CPI.
- Najistotniejsze w najnowszych danych wydaje się jednak to, że odnotowano kolejny zauważalny wzrost inflacji bazowej, obliczanej po wyeliminowaniu cen żywności oraz energii. Tym razem osiągnęła ona 1,4% i choć obiektywnie nie jest to wysoki poziom, był to najwyższy wynik od ponad sześciu lat.
- Przyspieszenie inflacji bazowej to nie efekt „niskiej bazy” – świadczy o tym fakt, że wzrosła dynamika inflacji bazowej w ujęciu m/m (po wyeliminowaniu wahań sezonowych).

Nowe czynniki proinflacyjne

- W ostatnich tygodniach pojawiło się kilka czynników proinflacyjnych: wzrosty cen ropy naftowej, podwyżki cen mięsa wieprzowego oraz doniesienia o tym, że jednak nie wszystkie firmy mogą zostać objęte rekompensatami z tytułu rosnących cen energii.
- W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszych wzrostów CPI do około 2,5% w grudniu i 3-3,5% na początku 2020 roku.

Polityka pieniężna

Stopa NBP implikowana ze stawek FRA



Realna stopa procentowa (stopa referencyjna)

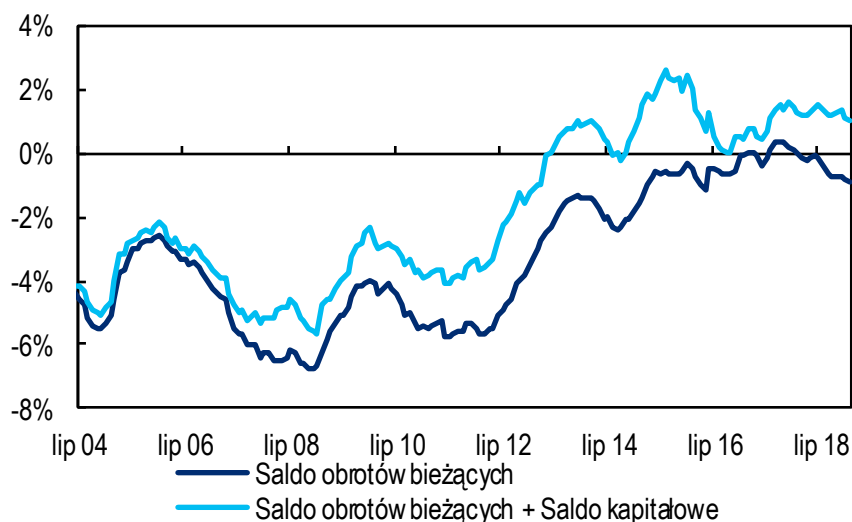


Stabilna ponad wszystko

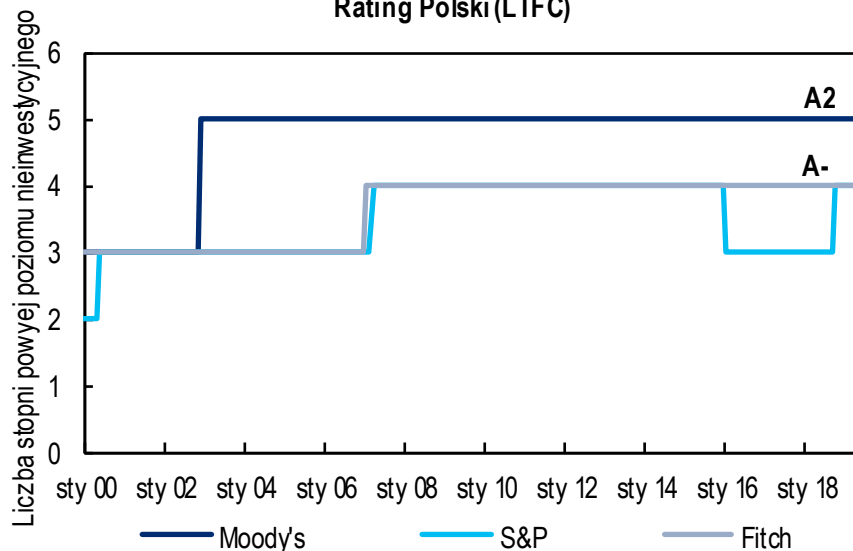
- Od dłuższego czasu Rada Polityki Pieniężnej wyraźnie sygnalizuje, że nie zamierza zmieniać stóp procentowych. Nic nie wskazuje na zmianę tego stanowiska w najbliższych miesiącach.
- Silny wzrost gospodarczy, rosnąca inflacja oraz wzrost wydatków fiskalnych mogą skłaniać niektórych członków RPP do bardziej „jastrzębich” wypowiedzi. Nie reprezentują oni jednak poglądu większości w Radzie.
- Z drugiej strony słabsze dane z Niemiec oraz łagodniejszy ton EBC wspierają przeciwników podwyżek.
- Podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian do końca kadencji RPP, a więc przynajmniej do 2022 roku.
- Rynek FRA nie wycenia zmian stop procentowych w horyzoncie najbliższych kilkunastu miesięcy.
- Stabilne stopy procentowe stanowią dodatkowe – oprócz stymulacji fiskalnej - wsparcie dla wzrostu w gospodarczego. Według naszych prognoz stopa realna pozostanie ujemna przez większą część roku.

Równowaga zewnętrzna i stabilny rating

% PKB Bilans obrotów bieżących oraz saldo rachunku kapitałowego



Rating Polski (LTFC)



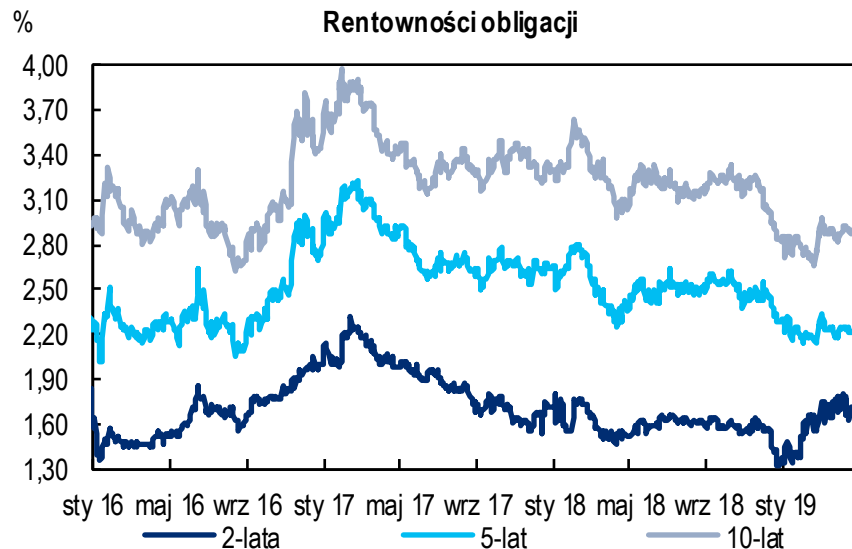
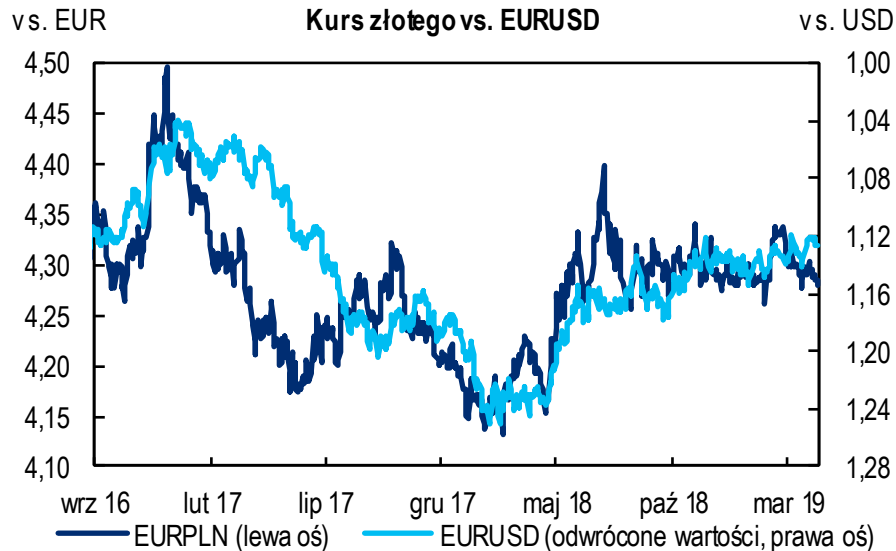
Niewielki wzrost deficytu obrotów bieżących

- Bilans obrotów bieżących stopniowo się pogarsza. W lutym dane o deficycie zaskoczyły w górę, a za pogorszenie salda do -1,4 mld EUR z +1,8 mld EUR odpowiadał sezonowy spadek napływu środków unijnych oraz nieoczekiwana skala wzrostu deficytu handlowego. Słabszy wynik w handlu wynikał z kolei z większego odreagowania importu (do 13,4% z 4,9%) niż eksportu (do 10% z 5%), co nie dziwi w obliczu mocnego popytu krajowego.
- Deficyt skumulowany za 12 miesięcy podwoił się w ciągu ostatnich 6 miesięcy, ale wciąż jest zawiązką pokryty przez napływ środków UE, co wpływa stabilizująco na złotego. Oczekujemy kontynuacji tych tendencji w kolejnych miesiącach i wzrostu deficytu do 1,5% PKB na koniec roku.

Pozytywne opinie agencje ratingowych

- Trzy główne agencje ratingowe nie zmieniły ratingu ani jego perspektyw w ostatnim przeglądzie. Agencje podkreślają odporność zdywersyfikowanej gospodarki, mocny wzrost i wskaźniki fiskalne jako główne czynniki korzystne dla ratingu.
- Sądzymy, że oczekiwane przez nas utrzymanie wysokiego tempa wzrostu PKB i PKB per capita, oraz kontynuacja tendencji ograniczania długu zewnętrznego i publicznego będą korzystnie oddziaływać na perspektywy ratingu w kolejnych latach.

Rynek walutowy i obligacji



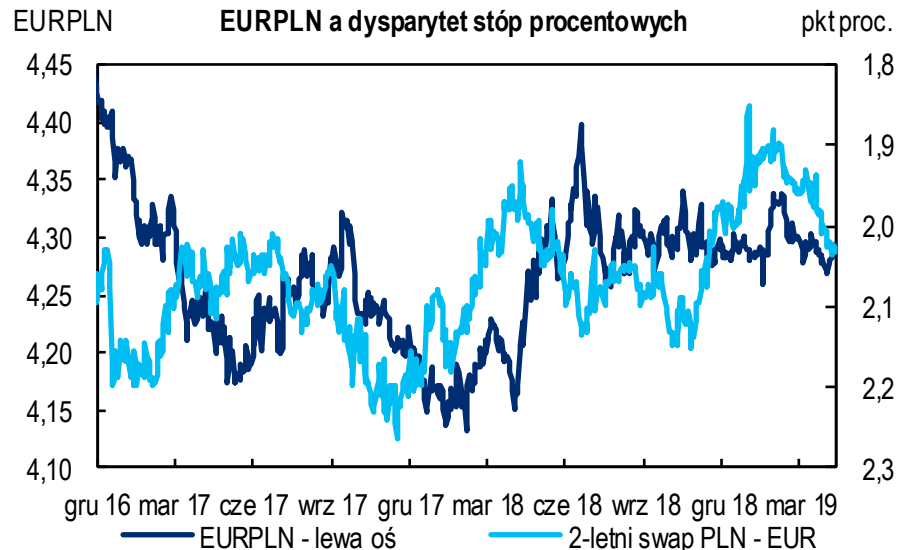
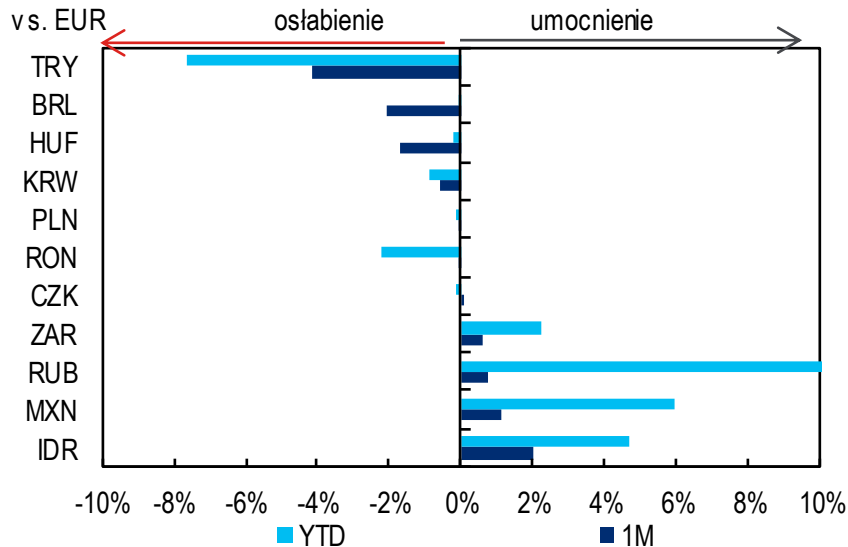
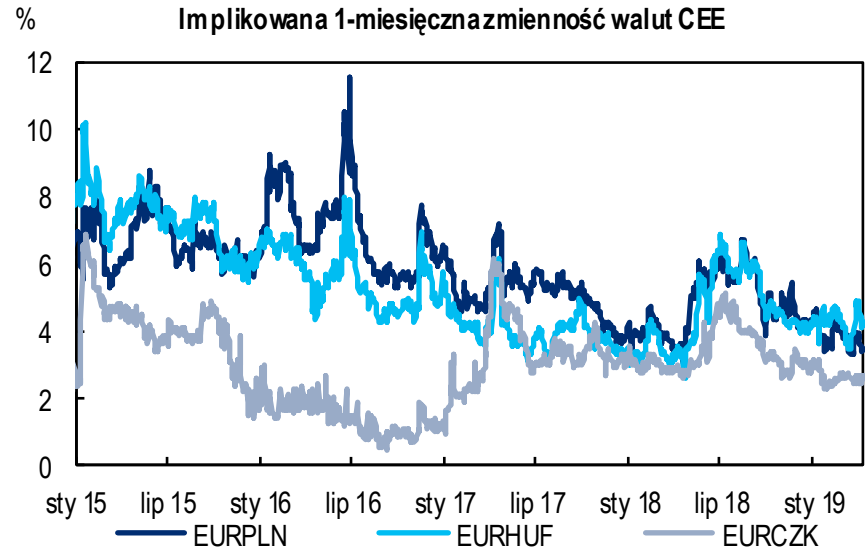
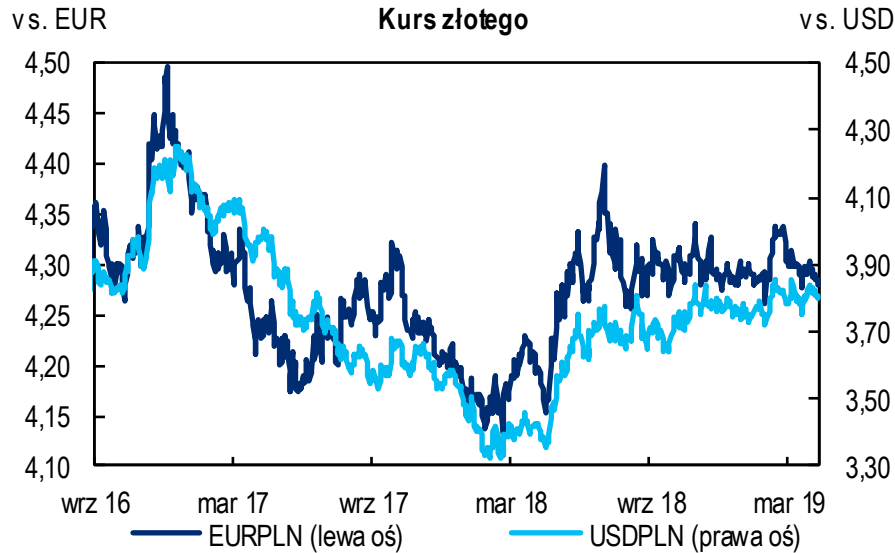
Złoty pozostaje wyjątkowo stabilny

- Kurs EURPLN pozostawał wyjątkowo stabilny w ostatnich miesiącach, czemu sprzyjał względnie stabilny kurs EURUSD oraz dane makroekonomiczne z krajowej gospodarki
- Mocny wzrost PKB, niski deficyt obrotów bieżących i perspektywa słabszego dolara powinny wspierać złotego w kolejnych miesiącach.
- Sądzymy jednak, że przestrzeń do umocnienia jest ograniczona ze względu na gołębie nastawienie RPP oraz niepewność związaną ze zbliżającymi się wyborami parlamentarnymi i Brexitem.

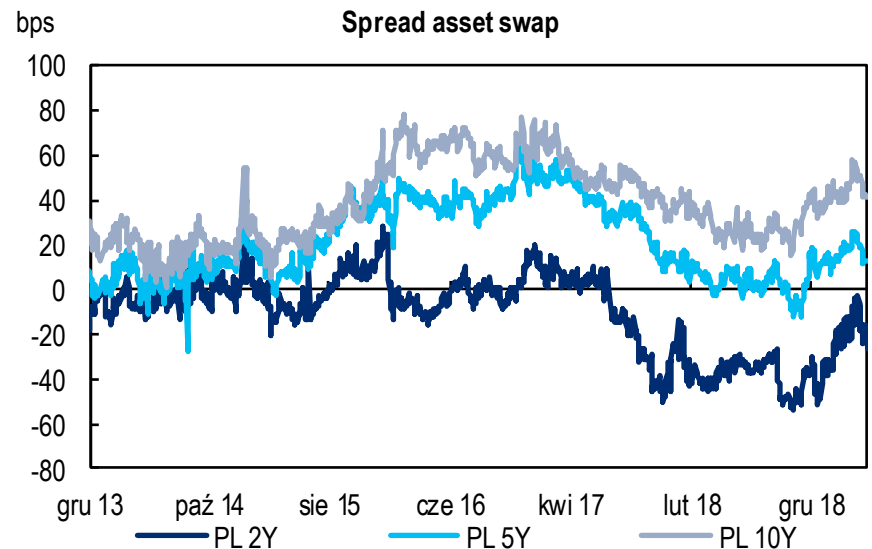
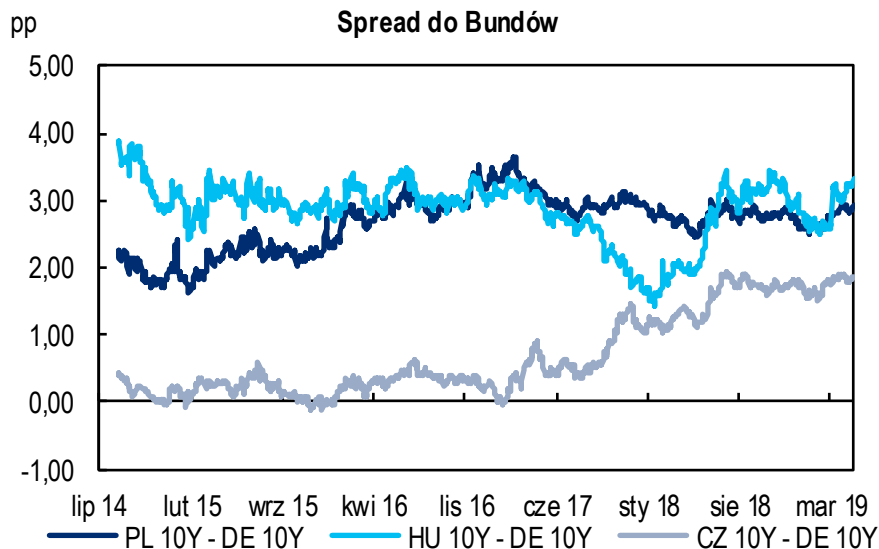
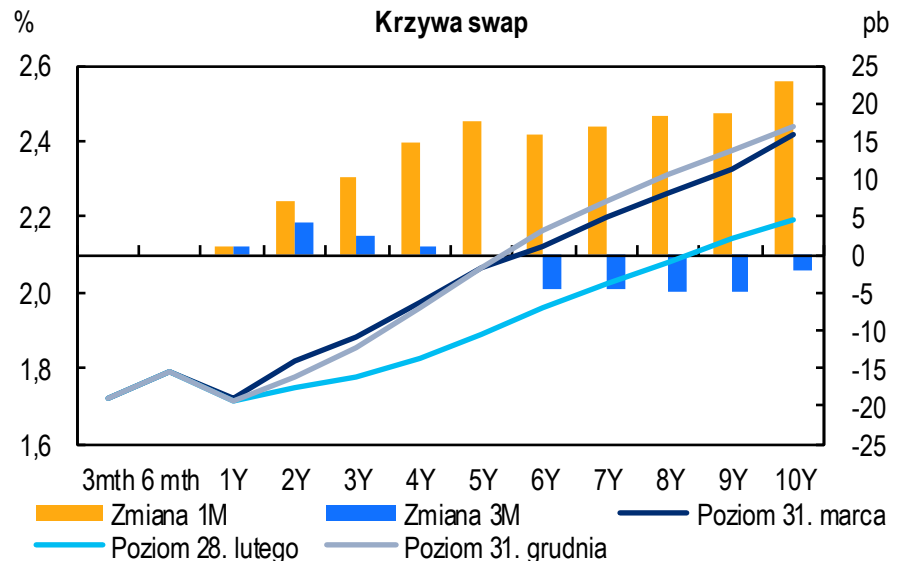
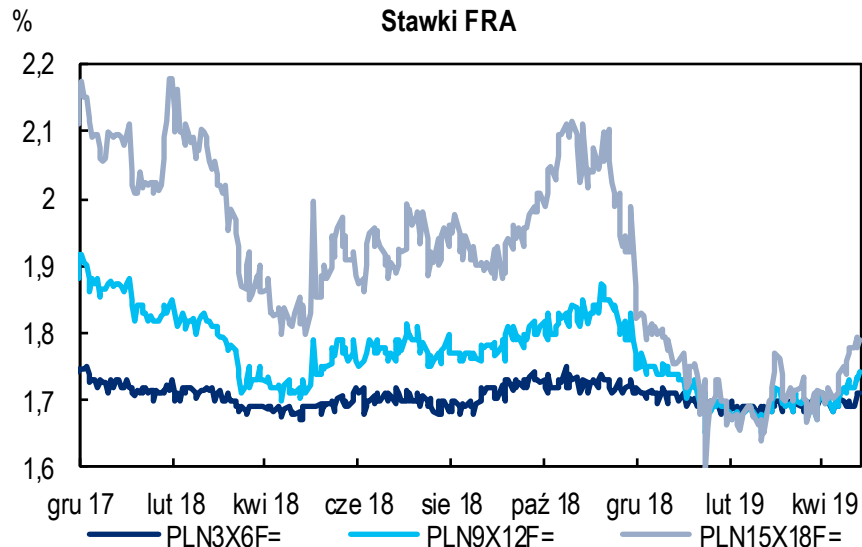
Rynek długu trochę słabszy

- W ostatnim miesiącu doszło do wzrostu krzywych stóp procentowych i niewielkiego zawężenia spreadów kredytowych asset swap
- Mimo kosztownych planów fiskalnych wydaje się, że rząd będzie w stanie znaleźć z nawiązką źródła finansowania wydatków w latach 2019-2020, a dodatkowy popyt wygenerują fundusze powstałe w wyniku reformy OFE i PPK
- Sądzymy, że możliwy jest dalszy wzrost rentowności do końca roku w związku z oczekiwanym wzrostem inflacji, wzrostem rentowności Bundów i zbliżającym się terminem wyborów, które zwiększą premię za niepewność.

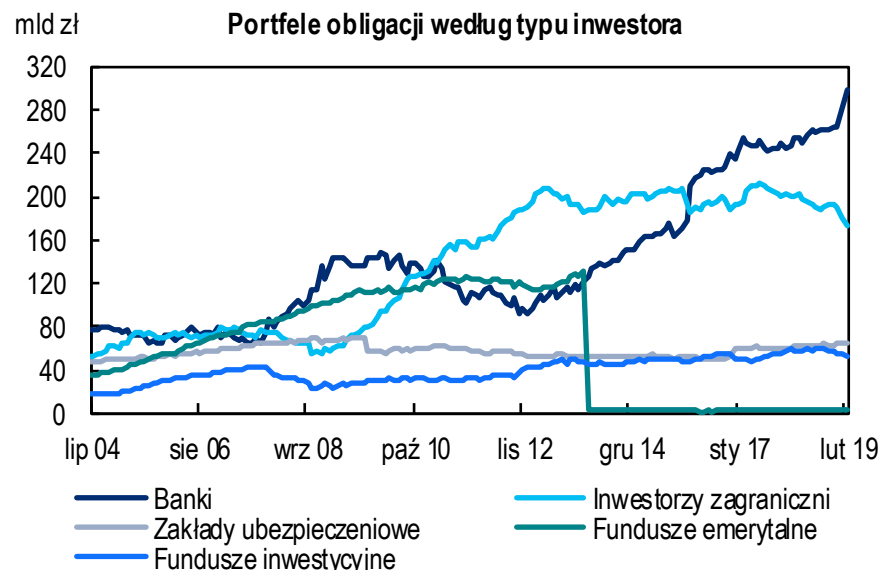
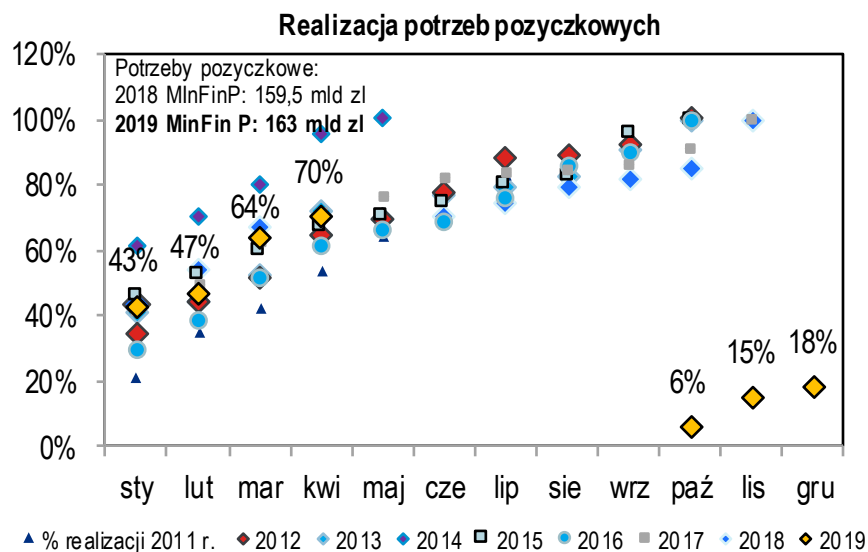
Przegląd rynku walutowego



Przegląd rynku stopy procentowej



Finansowanie potrzeb pożyczkowych



Emisja obligacji krajowych (styczeń-kwiecień)	Sprzedaż (mld zł)	Popyt (mld zł)	Popyt-do-sprzedaży	Udział w sprzedaży ogółem	Planowany udział na 2019 r.
Obligacji stałokuponowe	30,1	46,5	1,55	61%	76%
2L	5,3	10,1	1,89	11%	
5L	18,6	27,4	1,48	38%	
9L	9,1	13,7	1,50	19%	
10L	7,3	11,0	1,51	15%	
28L	0,1	0,1	1,42	0%	
Obligacje zmiennokuponowe	19,1	27,5	1,44	39%	24%
5L	9,1	13,3	1,46	18%	
9L	10,0	14,3	1,42	20%	
Ogółem	49,21	74,05	1,50		

Inwestorzy zagraniczni

		Banki	Banki centralne	Fundusze emerytalne	Fundusze inwestycyjne	Rachunki zbiorcze	Inne	Ogółem
poziom zaangażowania na krajowym rynku obligacji	lut 19	7,3	21,1	12,7	31,1	53,4	46,6	172,3
	sty 19	6,0	28,2	12,9	32,8	54,5	47,1	181,5
	lis 18	5,7	38,6	13,5	31,0	50,3	53,0	192,2
	gru 18	3,9	38,2	13,7	32,3	51,5	51,9	191,4
udział (%)	lut 18	8,2	33,3	15,3	41,3	53,3	49,0	200,4
	lut 19	4%	12%	7%	18%	31%	27%	100%
	sty 19	3%	16%	7%	18%	30%	26%	100%
zmiana (mld zł)	lut 18	3%	20%	7%	16%	26%	28%	100%
	1M	0,0	0,2	0,1	0,2	0,3	-0,5	-9,2
	3M	0,0	0,2	0,1	0,2	0,3	-6,4	-19,9
	YTD	1,3	-7,1	-0,2	-1,7	-1,1	-5,2	-19,1
	r/r	1,6	-17,5	-0,8	0,1	3,1	-2,3	-28,1

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2018										2019		
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1,8	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	5,5
Produkcja przemysłowa (% m/m)	11,2	-6,8	1,4	4,1	-5,4	0,8	3,4	9,9	-3,7	-11,5	7,3	-1,5	9,8
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	0,4	9,6	5,3	6,5	10,2	5,5	1,9	7,4	4,1	2,2	5,2	7,0	6,3
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	16,1	19,7	20,6	24,8	18,6	20,1	16,5	22,5	17,1	12,3	3,2	15,1	10,8
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	8,8	4,0	6,1	8,2	7,1	6,7	3,6	7,8	6,9	3,9	5,2	5,6	1,8
Stopa bezrobocia (%)	6,6	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	3,0
Ceny													
Inflacja (% r/r)	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,7
Inflacja (% m/m)	-0,1	0,5	0,2	0,1	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,3
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,5
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,6	0,3	1,3	0,3	0,1	0,0	0,5	0,5	-0,4	-1,0	0,2	0,5	0,2
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	5,7
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-925	-34	236	192	-754	-1.005	-876	-482	-29	-1.248	1.825	-1.386	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-581	-5	-242	-369	-236	-542	-544	-467	10	-1220	-290	-1327	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	18221	17623	17391	18360	17675	17432	17372	20686	20132	16008	18445	18324	-
Eksport (% r/r)	-2,8	10,4	1,5	7,7	12,0	8,9	-1,5	13,2	7,6	2,3	5,0	10,0	-
Import f.o.b. (mln EUR)	18802	17628	17633	18729	17911	17974	17916	21153	20122	17228	18735	19651	-
Import (% r/r)	2,6	15,0	4,1	9,4	12,4	14,0	4,2	18,0	9,1	2,3	4,9	13,4	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2018										2019		
	VI	IV	IV	IV	I	III	I	XI	II	III	IV	X	 #ARG!
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,8	5,7	6,6	7,2	7,3	7,5	7,9	9,3	9,5	11,6	7,6	9,8	9,9
Depozyty gospod. domow ych (% r/r)	4,6	4,5	5,9	6,3	7,0	7,4	7,8	9,0	9,5	10,1	10,7	11,2	11,4
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	4,5	4,5	3,6	6,5	6,5	6,8	6,0	3,9	4,7	4,3	2,3	4,9	5,7
Kredyty dla gosp. domow ych (% r/r)	3,3	3,3	4,9	4,7	5,1	5,9	5,3	6,1	6,6	7,0	6,6	6,5	6,9
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	6,9	5,0	7,5	7,0	6,7	6,4	6,9	7,2	7,3	7,6	7,4	6,8	7,4
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)	1,71	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,34	1,32	1,36	1,39	1,38	1,35	1,31	1,27	1,11	0,90	1,37	1,48	1,57
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,50	1,51	1,58	1,63	1,64	1,57	1,58	1,56	1,54	1,35	1,49	1,75	1,69
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,35	2,37	2,45	2,54	2,54	2,52	2,55	2,47	2,48	2,29	2,15	2,33	2,20
EUR/PLN (koniec okresu)	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30
USD/PLN (koniec okresu)	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84
EUR/USD (koniec okresu)	1,23	1,21	1,17	1,17	1,17	1,16	1,16	1,13	1,13	1,15	1,14	1,14	1,12
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetow y skum. (mld PLN)	-3,1	-9,3	-9,6	-9,5	0,9	-1,1	-4,1	-6,5	-11,1	10,4	-6,6	0,8	4,5
Def. budżetow y skum. (% planu)	-7,5%	-22,5%	-23,1%	-23,0%	2,1%	-2,5%	-10,0%	-15,6%	-26,7%	25,1%	-23,1%	2,8	15,7

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	478	472	528	586	604	690
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.657	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.239	2.369
PKB per capita (USD)	13.622	14.200	12.421	12.288	13.742	15.272	15.772	18.010
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,3	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,8	3,1	4,8	5,1	4,1	3,6
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,9	7,3	4,7	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,5	4,3	4,9	4,1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,9	4,5	5,2	4,4
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	5,6	4,7	5,0
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	6,3	5,8	6,0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,5	2,4
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	1,8	2,7
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,7	3,5	3,8	4,1	5,9	7,1	7,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,47	7,58	7,44	4,91	3,39	7,01	7,90	7,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	4,34	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	3,20	3,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,60	3,35
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,72	3,47
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,25	4,25

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-4,0	-8,8	-11,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-1,5	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	-13,9	-18,9
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	265,6	301,8
Import	198,5	215,0	188,6	193,1	226,6	260,1	279,4	320,7
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	29,9	34,6
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-21,1	-22,6	-23,3	-25,9
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,5	-0,4	-1,4	-0,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,8	-0,9	-0,5	0,2	1,0	0,0	1,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,8	51,9	48,5	46,5	45,6	43,4

Prognozy długoterminowe

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	4,1	3,6	3,3	3,2	3,1
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	1,8	2,7	2,3	2,3	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,7	-1,5	-1,7	-1,7	-1,4	-1,1
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,74	3,60	3,35	3,24	3,13	3,05
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,72	3,47	3,26	3,18	3,08
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,25	4,25	4,24	4,23	4,21
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,27	4,25	4,25	4,23	4,22



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 tożsamych 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 nr. KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.