

CitiMonthly

Bez ożywienia w euro ani rusz

Piotr Kalisz, CFA,
Cezary Chrapek, CFA
Styczeń 2020

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

The logo for Citi Handlowy, featuring the word "citi" in white lowercase letters with a red arc above the "i", followed by "handlowy" in white lowercase letters, and a registered trademark symbol (®) to the upper right.

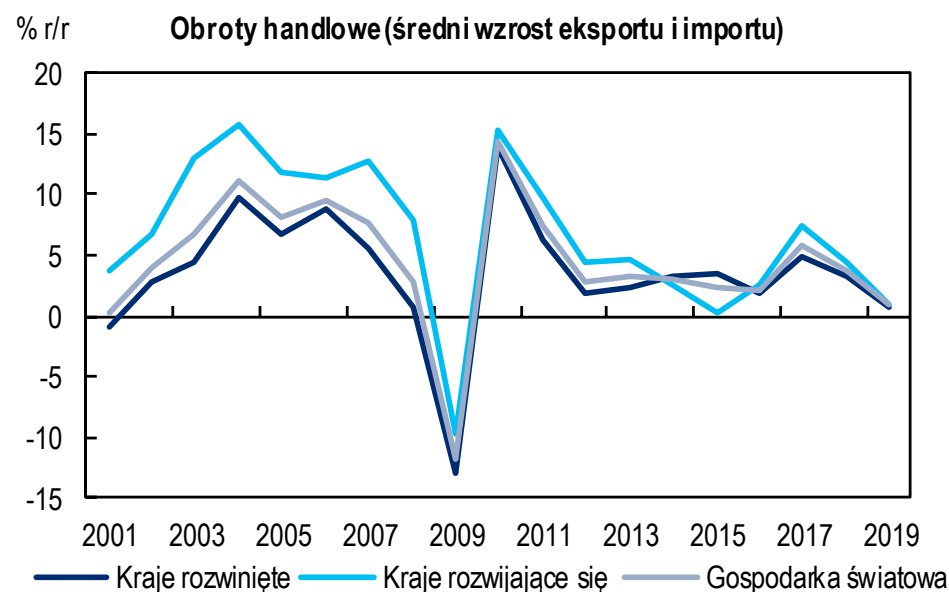
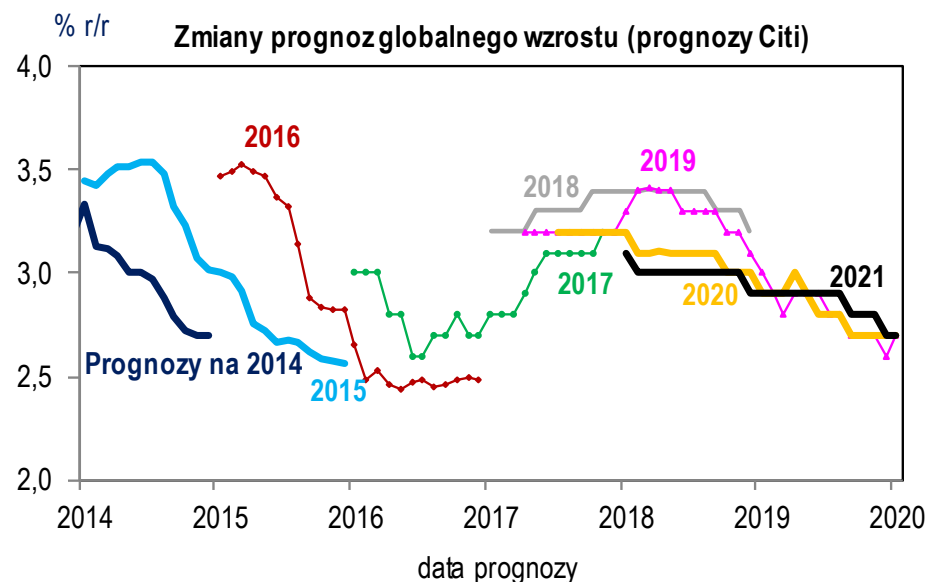
Podsumowanie

- Dane o aktywności gospodarczej w strefie euro zaskakują już pozytywnie, podczas gdy w Polsce ostatnia seria danych okazała się rozczarowująca.
- Słabość produkcji budowlanej i brak większego odbicia w przemyśle sugerują, że wzrost gospodarczy w IV kwartale mógł być niższy niż wcześniej zakładano. Nasze szacunki wskazują na wzrost PKB o około 3,4% w ostatnim kwartale.
- Gospodarka zbliża się do punktu zwrotnego. Inwestycje zapewne będą jeszcze spadać na początku roku, jednak ożywienie w strefie euro (o ile te sygnały się potwierdzą) oraz łagodna polityka fiskalna powinny działać stabilizująco na dynamikę PKB.
- Inflacja wyraźnie zaskoczyła w grudniu i będzie wciąż rosnąć przez najbliższe dwa miesiące. Część grudniowych podwyżek dotyczących biletów lotniczych powinna zostać odwrócona w styczniu, co powinno łagodzić trend wzrostowy. Dlatego spodziewamy się, że szczyt inflacji lekko przekroczy 4% w lutym, a następnie wskaźnik CPI zacznie się obniżać.
- Podwyżki płacy minimalnej będą pchać ceny usług w górę. Niemniej przy słabszym wzroście gospodarczym i niskiej inflacji na świecie spadek CPI w kraju to kwestia czasu. Dostępne dane pokazują, że luka popytowa zmniejsza się w szybkim tempie.
- Rada Polityki Pieniężnej koncentruje się nie tyle na zbliżającym się znacznym wzroście inflacji, co raczej na perspektywach jej ostatecznego spadku. Z tego względu szanse na podwyżki stóp procentowych są, naszym zdaniem, niewielkie.

Prognozy globalne

	PKB			CPI			Stopy banku centralnego			Bilans obrotów bieżących			Deficyt fiskalny*			Dług*		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Świat	2,7	2,7	2,7	2,5	2,7	2,4	2,8	2,4	2,3	0,3	0,2	0,0	-2,9	-3,0	-3,1	85,8	86,8	88,2
Kraje rozwinięte	1,7	1,5	1,5	1,3	1,6	1,6	1,2	0,9	0,9	0,0	0,0	-0,1	-2,9	-3,0	-3,1	108,3	109,9	112,4
USA	2,3	2,0	1,9	1,5	1,9	1,8	2,3	1,8	1,8	-2,3	-2,1	-2,4	-4,7	-4,9	-5,5	107,0	108,0	113,0
Japonia	1,0	0,2	1,0	0,5	0,7	0,6	-0,1	-0,1	0,0	3,3	3,4	3,5	-4,3	-3,9	-3,5	241,0	241,0	242,0
strefa euro	1,2	1,2	1,5	1,2	1,4	1,6	0,0	0,0	0,0	2,5	2,4	2,2	-0,8	-1,0	-0,9	86,5	85,2	83,7
Niemcy	0,6	0,5	1,6	1,3	1,3	1,4	0,0	0,0	0,0	7,4	7,3	7,2	1,2	0,4	0,3	59,0	56,9	54,5
Francja	1,3	1,2	1,4	1,3	1,6	1,4	0,0	0,0	0,0	-0,8	-0,7	-0,6	-3,0	-2,3	-2,2	99,1	98,8	98,4
Włochy	0,2	0,5	0,7	0,6	0,8	1,2	0,0	0,0	0,0	2,9	2,8	2,6	-2,2	-2,4	-2,1	136,1	136,9	136,7
Hiszpania	2,0	1,9	1,5	0,8	1,5	1,6	0,0	0,0	0,0	1,4	0,7	0,3	-2,2	-2,3	-2,4	96,5	95,3	94,6
Szwecja	1,2	1,1	1,4	1,7	1,8	1,7	-0,2	0,0	0,0	4,2	4,5	4,7	0,4	-0,1	0,0	36,0	35,3	35,4
Szwajcaria	0,8	0,9	1,7	0,4	0,3	0,9	-0,8	-0,8	-0,8	10,7	8,9	8,1	1,1	1,1	0,9	26,7	25,7	24,7
Wielka Brytania	1,3	0,9	-0,1	1,8	1,4	1,7	0,8	0,7	0,1	-4,4	-3,9	-4,2	-1,9	-2,0	-1,8	83,9	83,6	84,0
Kraje rozwijające się	3,9	4,2	4,3	4,0	4,1	3,4	5,1	4,3	4,1	0,8	0,4	0,1	-2,9	-3,1	-3,0	56,0	56,6	57,4
Chiny	6,2	5,8	5,6	2,9	3,2	1,9	3,4	3,1	3,0	0,9	0,4	0,1	-2,8	-3,0	-2,8	72,3	72,5	72,7
Indie	4,9	5,9	6,4	4,7	4,2	3,9	5,4	5,2	5,5	-1,4	-1,3	-1,0	-6,2	-5,9	-5,7	72,5	72,3	71,6
Indonezja	5,0	4,9	5,2	3,0	3,4	3,7	5,6	4,6	4,8	-2,5	-2,3	-2,5	-2,2	-2,2	-2,3	30,3	30,4	30,4
Korea Płd.	1,8	2,0	2,3	0,4	1,0	1,6	1,5	1,1	1,0	3,5	4,1	3,8	0,1	-1,6	-1,8	37,1	39,7	42,2
Czechy	2,5	1,8	3,0	2,8	2,6	1,6	1,9	2,0	2,1	-0,1	1,1	1,9	0,3	0,1	-0,1	31,3	30,6	29,8
Węgry	4,9	3,4	3,1	3,3	3,8	3,4	0,9	0,9	0,9	-0,7	-0,5	-0,4	-1,8	-1,0	-1,5	67,4	64,1	61,9
Polska	4,1	3,4	3,4	2,3	3,2	2,7	1,5	1,5	1,5	-0,1	-0,3	-0,3	-0,9	-1,2	-2,1	44,9	44,3	43,1
Rumunia	3,8	3,2	3,2	3,8	3,1	3,4	2,5	2,5	2,9	-5,1	-4,9	-4,8	-4,3	-3,6	-3,3	37,2	38,8	39,6
Rosja	1,3	2,0	2,5	4,5	3,2	3,6	7,3	6,0	6,0	5,2	3,6	2,8	1,9	1,1	0,8	17,8	18,3	18,8
Turcja	0,5	2,5	3,2	15,2	12,1	11,5	20,6	13,7	13,4	0,2	-2,2	-1,8	-2,9	-4,0	-4,3	31,1	33,5	36,1
RPA	0,4	0,6	1,0	4,2	4,6	4,2	6,6	6,5	6,5	-2,3	-2,7	-3,1	-6,2	-6,7	-6,9	61,8	62,7	64,6
Brazylia	1,1	2,2	2,0	3,7	4,1	3,9	6,0	4,5	4,9	-2,7	-3,2	-3,5	-5,3	-5,0	-4,7	78,7	79,9	80,3
Meksyk	-0,1	1,0	1,5	3,6	3,4	3,5	8,0	6,9	6,3	0,0	-0,6	-1,1	-2,7	-3,1	-3,5	52,7	53,5	54,0

Szanse na ożywienie w światowym handlu



Stabilizacja wzrostu z odbiciem w handlu

- W tym roku oczekujemy lekkiego ożywienia w światowym handlu. Na pewną poprawę w przemyśle wskazuje niewielki wzrost indeksów nastrojów, jednak z wciąż bardzo niskich poziomów. Podobnie jak przed miesiącem oczekujemy wzrostu światowej gospodarki w 2020 r. o 2,7%. Mimo podpisania umowy USA-Chiny (tzw. „Faza 1”) napięcia związane z jej realizacją utrzymują się, a USA mogą przystąpić do negocjacji handlowych z UE.

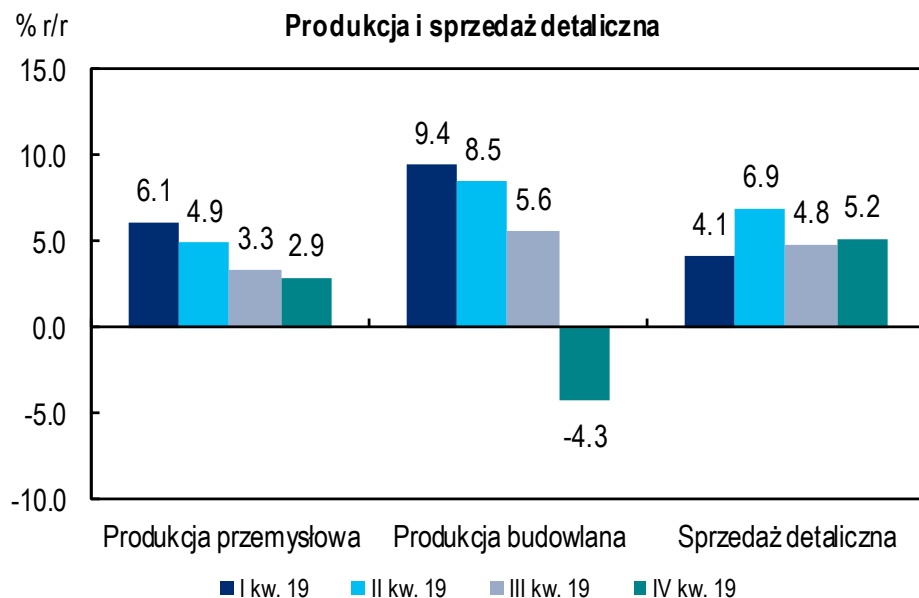
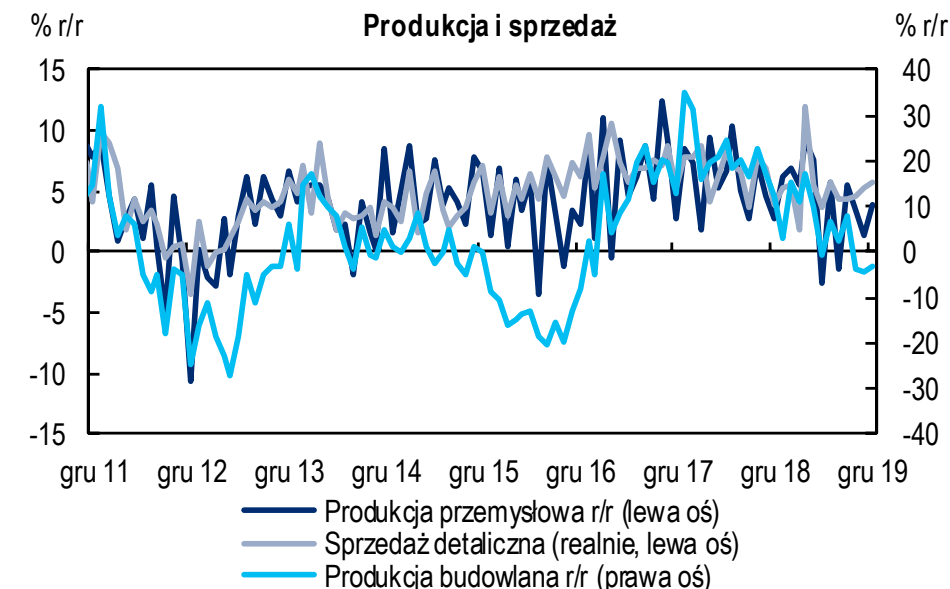
Banki centralne utrzymają łagodną politykę

- Banki centralne i niektóre rządy odpowiedziały na spowolnienie wzrostu w 2019 r. łagodzeniem polityki pieniężnej i fiskalnej. W tym roku nie oczekujemy istotnych zmian ani ze strony Fed ani EBC. EBC najprawdopodobniej będzie kontynuował program skupu aktywów (20 mld EUR miesięcznie). Możliwe, że Fed zmniejszy skalę skupowanych aktywów w tym roku z 60 mld \$ miesięcznie.

Uporządkowany Brexit

- Po tym jak brytyjski parlament przyjął porozumienie o wyjściu z UE Brexit nastąpi oficjalnie 31 stycznia, a okresie przejściowym potrwa do końca 2020 r. Wielka Brytania będzie miała jedynie rok na wypracowanie pełnej umowy o relacjach z UE do 2021 r. Początkowy optymizm związany ze spadkiem niepewności ustąpi, a brytyjska gospodarka doświadczy recesji w 2021 r.

Miesięczne dane rozczarowują



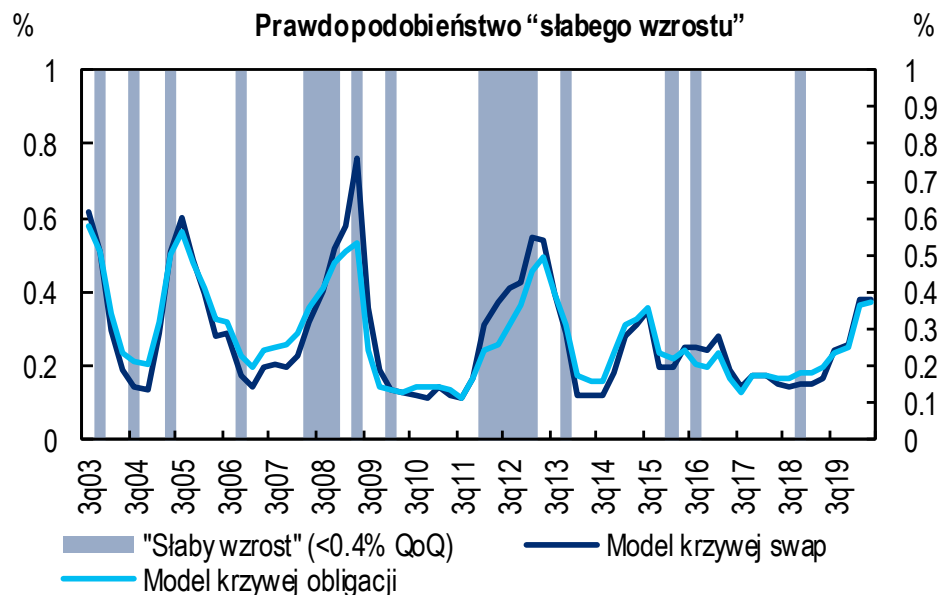
Przemysł ponownie hamuje

- O ile dane publikowane w grudniu zaskakiwały pozytywnie, styczniowe publikacje ponownie rozczarowały. Największą niespodzianką okazał się zaledwie 3,8% r/r wzrost produkcji przemysłowej, który był znacznie (o ponad dwa odchylenia standardowe) niższy od prognoz. Po wyeliminowaniu wahań sezonowych miesięczny spadek wyniósł 2,9%.
- Nie jest jasne na ile słabe wyniki w grudniu to efekt przesunięć części produkcji przez przełom roku. Gdyby tak było, to styczniowe dane powinny pozytywnie zaskoczyć, choć na tym etapie nie ma silnych argumentów przemawiających za taką interpretacją.
- Jeżeli chodzi o wzrost na PKB w IV kwartale warto odnotować, że słabej produkcji przemysłowej towarzyszył również słaby import. Oznacza to, że wpływ na PKB może być nieco mniej negatywny niż sugerują dane o produkcji.

Solidny wzrost sprzedaży

- W grudniu sprzedaż detaliczna przyspieszyła do 5,7% z 5,2% (przy mocnej sprzedaży dóbr trwałego użytku: 8,5% r/r), a w IV kw. do 5,2% z 4,8%. Mimo dosyć dobrego wyniku dane o sprzedaży nie zdołały zrównoważyć skali spowolnienia w produkcji. Wzrost PKB prawdopodobnie spowolnił w IV kw. do 3,4% przy 4% wzroście konsumpcji prywatnej, która pozostanie motorem wzrostu.

Bez ożywienia w euro ani rusz



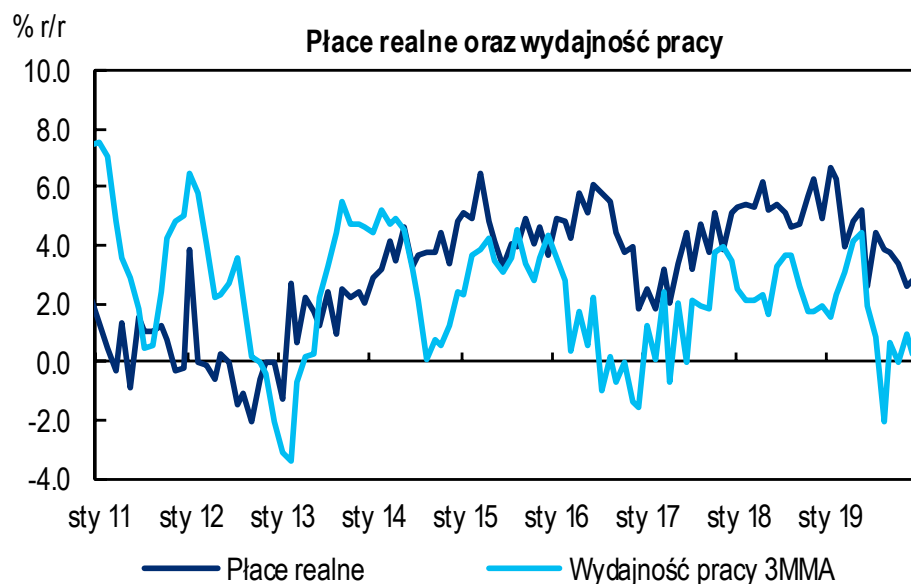
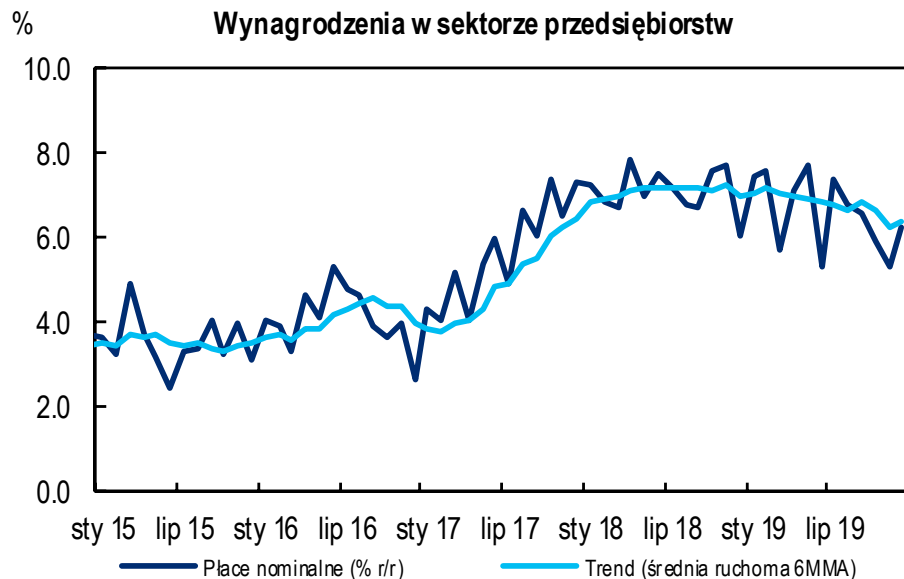
Mniejszy wzrost, większe obawy

- Spowolnienie w strefie euro w trakcie 2019 roku i seria krajowych słabych danych wzmocniły obawy o perspektywę wzrostu w Polsce.
- Kształt krzywej swapowej sugeruje prawie 40% szanse znacznego spowolnienia w ciągu najbliższych dwóch kwartałów (do poniżej 0,4% kw/kw, co odpowiadałoby 1,6% r/r w ujęciu zannualizowanym). Niemniej naszym zdaniem nawet jeżeli wzrost obniży się do tego poziomu, nie pozostanie tam długo.

Strefa euro może pomóc

- optymizmem może napawać fakt, że po okresie głębokiego spowolnienia, strefa euro wydaje się w końcu pozytywnie zaskakiwać. Indeksy niespodzianek dla Niemiec i strefy euro odnotowują systematyczne wzrosty i obecnie kształtują się na poziomach nie notowanych od przełomu 2017/2018.
- Jeżeli ten trend się utrzyma, może się okazać, że ożywienie w strefie euro zacznie się materializować wcześniej niż szacowano, co byłoby pozytywnym impulsem dla polskiej gospodarki.
- Biorąc to pod uwagę oraz uwzględniając pozytywny wpływ rozluźnienia fiskalnego na konsumpcję, szacujemy, że średnioroczny wzrost w Polsce w 2020 roku wyniesie około 3,4%.

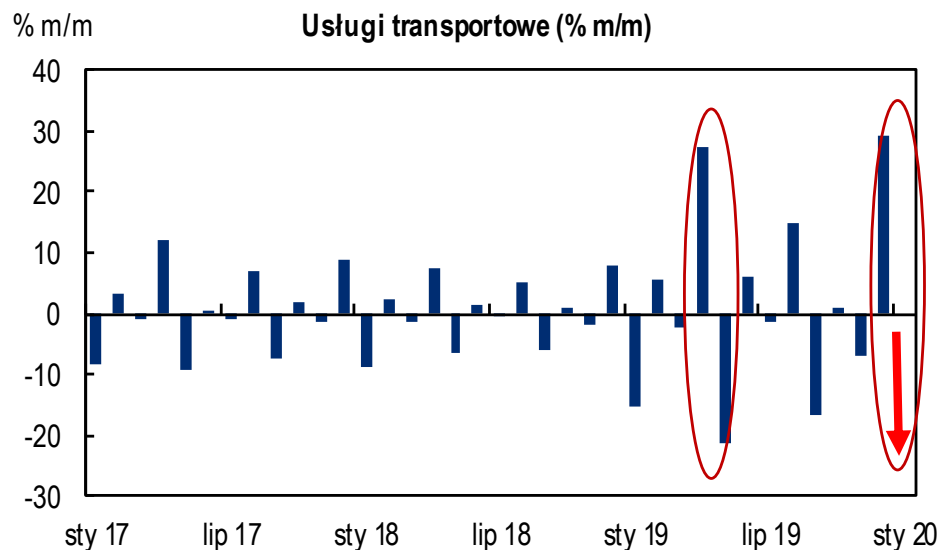
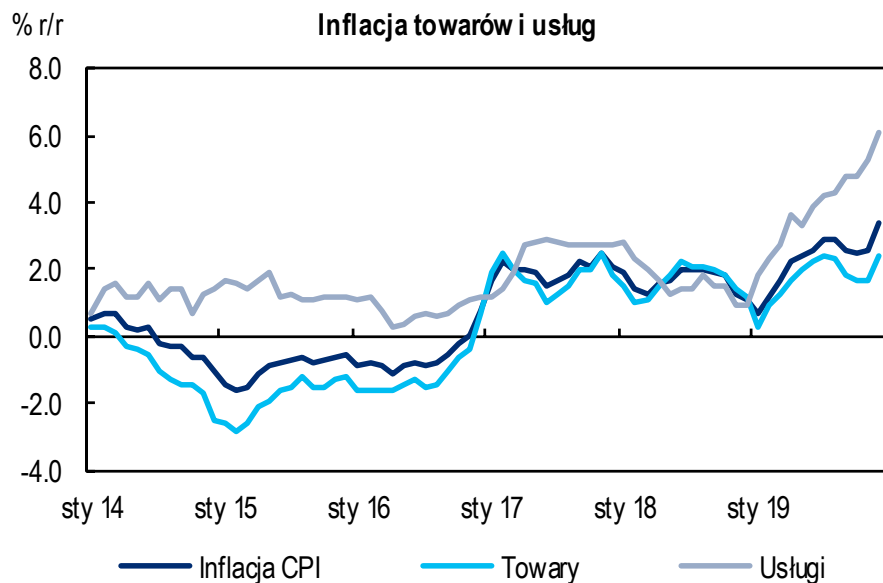
Rynek pracy



W oczekiwaniu na wyższą płacę minimalną

- W grudniu przeciętne płace w przedsiębiorstwach wzrosły nominalnie o 6,2%. Trend z ostatnich miesięcy pokazuje, że presja na wzrost wynagrodzeń lekko wyhamowała, zapewne odzwierciedlając spowolnienie wzrostu gospodarczego.
- Wyhamowanie jest znacznie bardziej widoczne w wynagrodzeniach realnych (dolny wykres), jednak nawet w tym przypadku wzrost wyraźnie przekracza dynamikę wydajności pracy. Tendencje te częściowo tłumaczą wzrost inflacji bazowej, a przede wszystkim wzrost inflacji cen usług.
- Dotychczasowy trend spadkowy dynamiki płac zostanie wyhamowany na początku 2020 roku w związku z podwyżką płacy minimalnej o 15%. Zmiana ta obejmie około 1 miliona pracowników, mając istotny wpływ na średnie wynagrodzenie. Dodatkowo może ona przyczyniać się do zwiększenia żądań płacowych w grupie pracowników o wynagrodzeniach nieznacznie wyższych od minimalnego.
- W związku ze spowolnieniem wzrostu, rok 2020 może przynieść wzrost stopy bezrobocia. Niemniej biorąc pod uwagę trendy demograficzne oczekujemy, że wzrosty tę będą niewielkie.

Inflacja bije oczekiwania



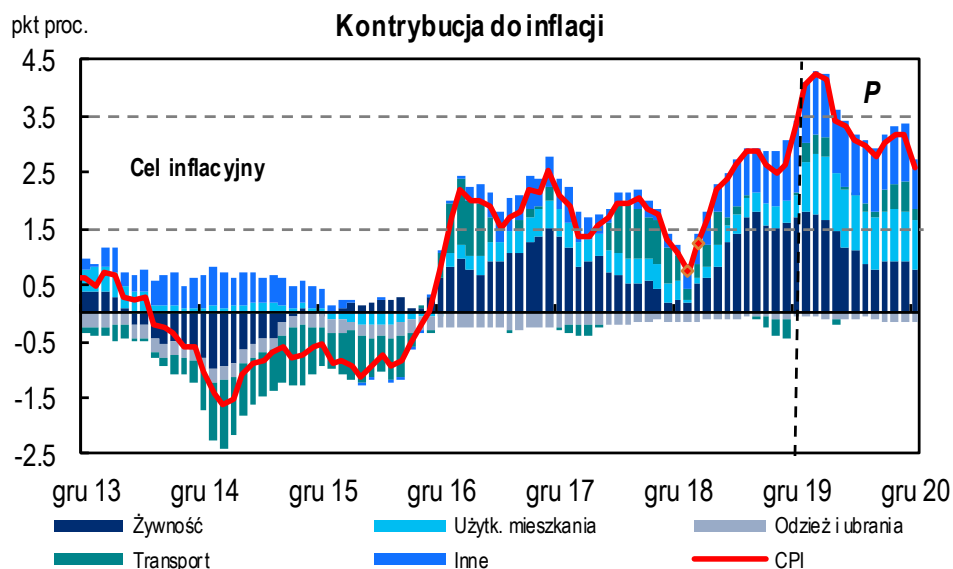
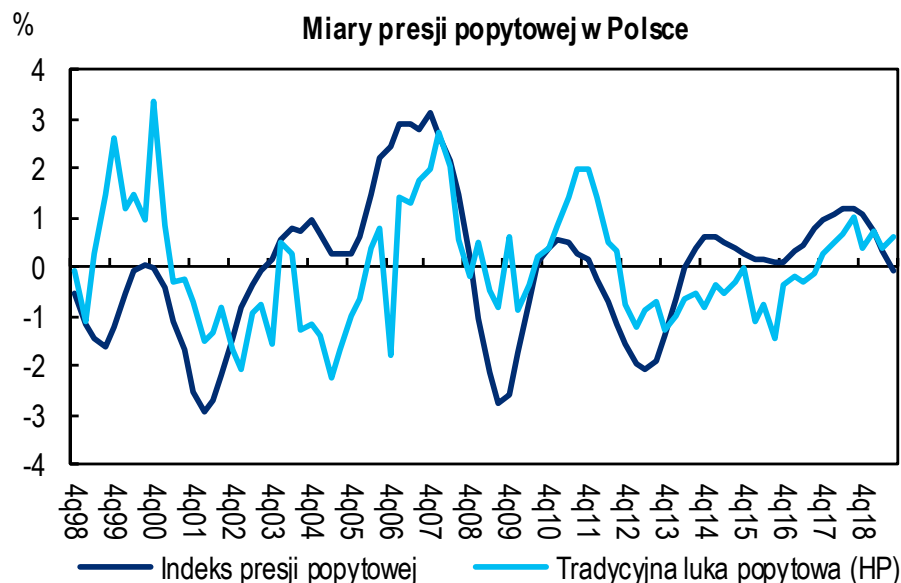
Na granicy celu

- Grudniowa inflacja wzrosła do 3,4%, zbliżając się do górnej granicy dopuszczalnych wahań wokół celu banku centralnego. Wzrost cen był wyraźnie szybszy niż zakładały prognozy rynkowe (~2,8%).
- niespodzianka to zasługa głównie dwóch czynników – wyjątkowo szybkiego wzrostu cen żywności oraz wzrostu cen usług transportowych (efekt droższych biletów lotniczych). Usługi transportowe odnotowały wzrost o 29% MoM (wobec 7,9% m/m w analogicznym okresie ubiegłego roku).
- Wzrost inflacji w grudniu podnosi ścieżkę CPI w kolejnych miesiącach, jednak w mniejszym stopniu niż wynikałoby to ze skali samej niespodzianki. Spodziewamy się bowiem, że grudniowe podwyżki cen biletów zostaną częściowo odwrócone w styczniu, na co wskazują przykłady poprzednich znacznych podwyżek w tej kategorii (wykres obok).

Powyżej 4%

- Dzięki kumulacji kilku czynników (podwyżki cen energii elektrycznej, podwyżka płacy minimalnej, zmiany biletów komunikacji publicznej i kolejowej) inflacja zapewne przekroczy 4% w I kwartale. Szczytu wskaźnika CPI oczekujemy w okolicach 4,2-4,3%, a więc poniżej maksymalnych prognoz pojawiających się na rynku. Niemniej niepewność dotycząca procesów cenowych jest tak duża, że znaczne niespodzianki wydają się możliwe.

Inflacja i polityka pieniężna



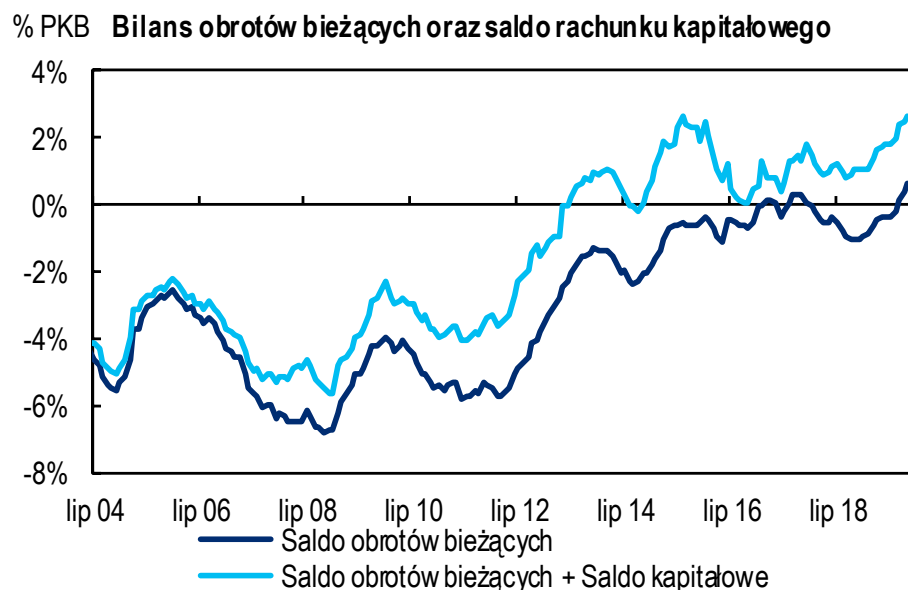
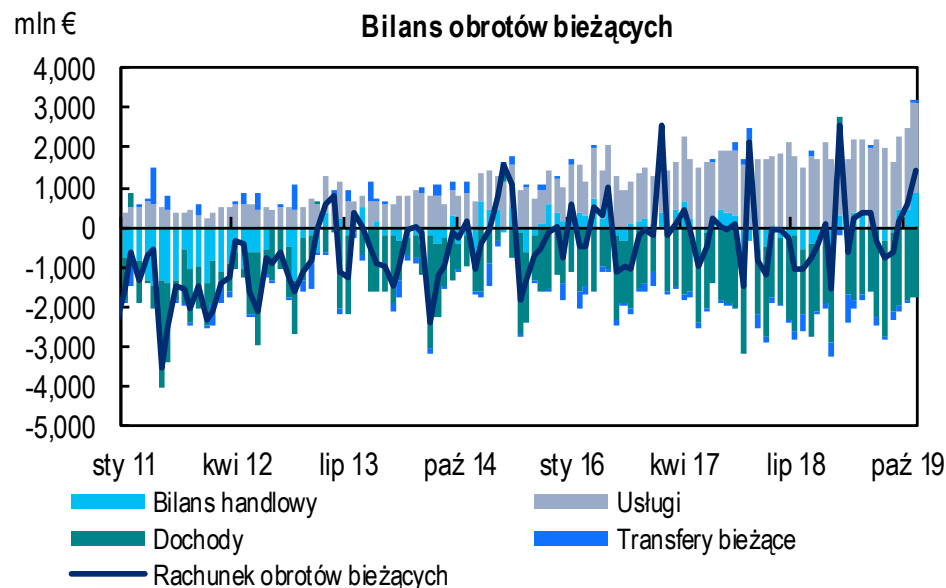
Trend inflacyjny odwróci się po I kw.

- Po osiągnięciu ponad czteroprocentowego szczytu w I kwartale, inflacja powinna od II kw. stopniowo spadać. Początkowo powinny przyczyniać się do tego głównie czynniki statystyczne (efekt bazy związany z faktem, że od II kwartału ub.r. notowano wyjątkowe wzrosty cen mięsa, owoców i warzyw), a dopiero w dalszym horyzoncie uwidoczni się efekt słabnącego popytu.
- Nasze szacunki pokazują, że „luka popytowa” zaczęła się zmniejszać już w trakcie 2019 roku. Z opóźnieniem efekty te powinny się przełożyć na inflację bazową, sprowadzając ją do niższych poziomów w II połowie br. W przypadku indeksu CPI oczekujemy spadku do około 3% w IV kwartale.
- Głównym zagrożeniem dla tego scenariusza jest możliwość dalszych znacznych podwyżek cen żywności, na skutek efektów związanych z niekorzystnymi warunkami pogodowymi i rozprzestrzenianiem się AFS oraz ptasiej grypy.

Stopy ani drgną

- Pomimo wyższej ścieżki inflacji RPP najprawdopodobniej pozostawi stopy bez zmian przez cały 2020, a najprawdopodobniej również przez kolejne dwa lata. Sygnały płynące ze strony RPP sugerują bowiem, że władze monetarne traktują obecny wzrost CPI jako przejściowy i niewymagający działań.

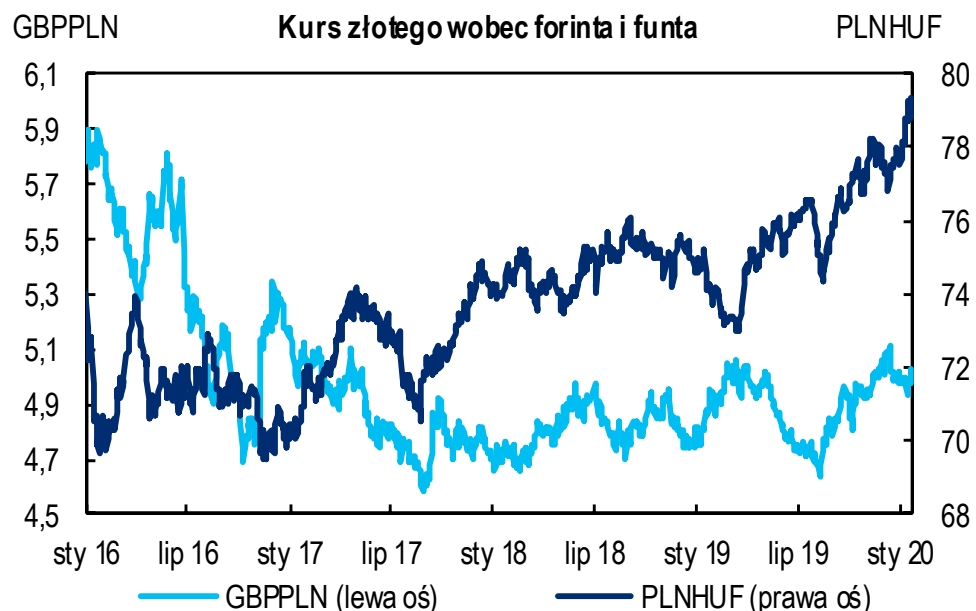
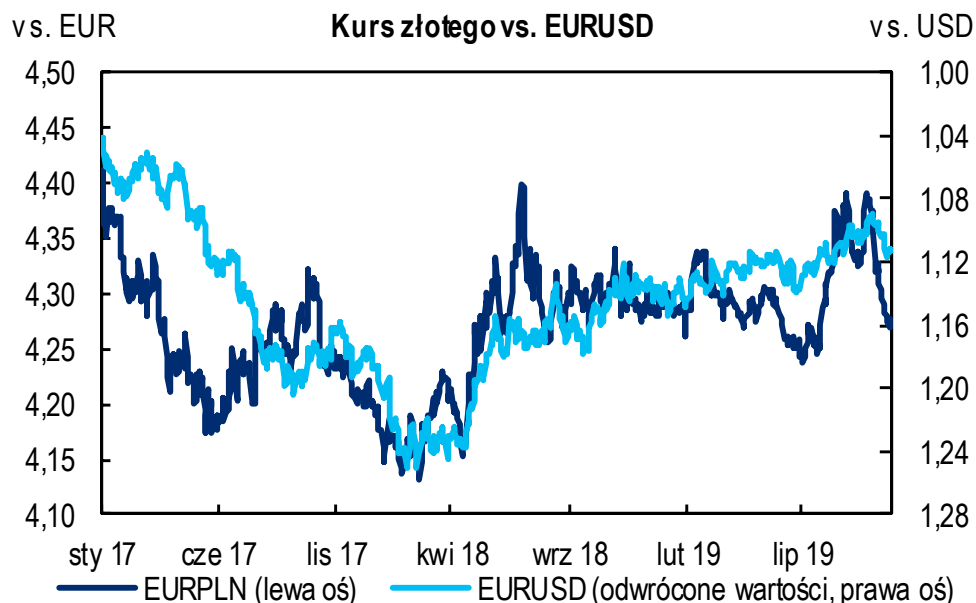
Rekordowa nadwyżka w obrotach bieżących



Pozytywna niespodzianka w obrotach bieżących

- Nadwyżka w obrotach bieżących wzrosła w listopadzie do ok. 1,5 mld EUR z ok. 0,5 mld EUR w październiku. Na tak dobry rezultat złożyły się pozytywne niespodzianki wszystkich głównych składowych. Szczególnie duże zaskoczenie dotyczyło bilansu handlowego, przy spowolnieniu zarówno eksportu jak i importu, przy czym poprawa bilansu wynikała ze słabego importu (m.in. paliw).
- Na przestrzeni roku zakładaliśmy, że mocny popyt krajowy powinien przekładać się na wyższe tempo wzrostu importu. Jednocześnie można było zakładać, że eksport będzie słabszy w związku ze spowolnieniem wzrostu u głównych partnerów handlowych, ale taki scenariusz się nie zmaterializował. Złoty pozostał słaby, a polscy eksporterzy konkurencyjni, co przekładało się na rosnący udział Polski w imporcie strefy euro. W rezultacie bilans handlowy oraz bilans obrotów bieżących prawdopodobnie będą „mocniejsze” niż zakładaliśmy przed kilkoma miesiącami.
- Skumulowane 12-miesięczne saldo bieżące wzrosło do rekordowo wysokiego poziomu ok. 0,5% PKB, wobec -1% PKB na koniec 2018 r. Poza poprawą salda handlu zagranicznego wynikało to z rosnącej nadwyżki w usługach. Suma obrotów bieżących i kapitałowych wzrosła do 2,7% PKB. W 2020 r. oczekujemy niewielkiego pogorszenia obrotów bieżących.

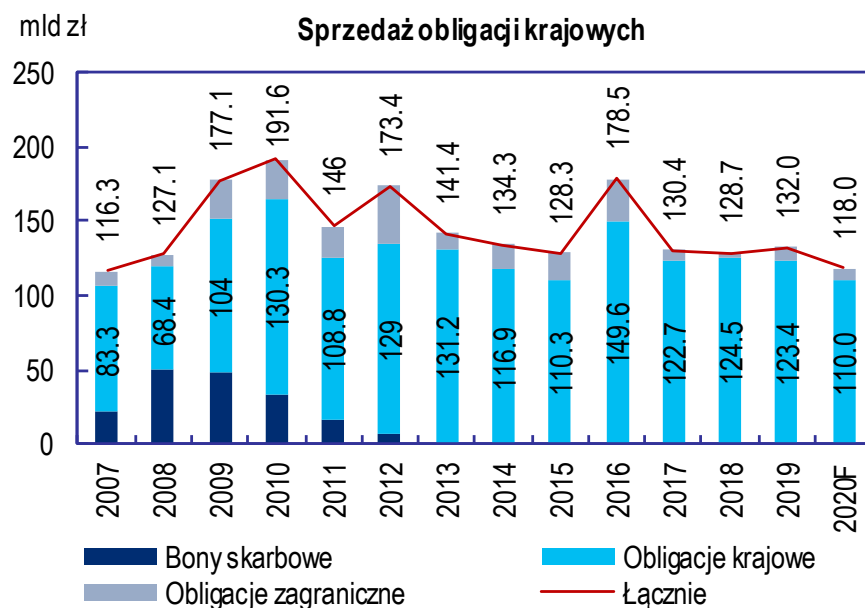
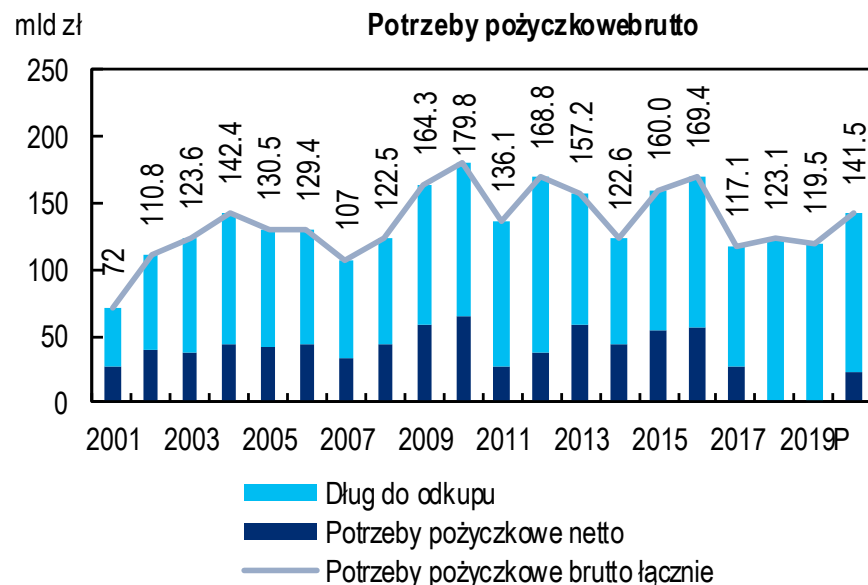
Rynek walutowy



Złoty mocniejszy, ale nie na długo

- Złoty umacniał się wobec euro od początku grudnia do połowy stycznia osiągając najmocniejsze poziomy od końca kwietnia 2018 r. (ok. 4,21). Złotemu sprzyjało umocnienie euro wobec dolara z 1,1 do 1,11. Złoty zachowywał się wobec euro lepiej od forinta i słabiej od czeskiej korony. Korzystny wpływ na PLN może mieć utrzymanie apetytu na ryzyko wobec stosowania łagodnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne (obniżone stopy i programy skupu aktywów ze strony Fed i EBC) i podpisania porozumienia handlowego między USA i Chinami. Spośród danych krajowych wsparciem dla złotego mógł być wzrost nadwyżki w obrotach bieżących oraz poprawa w danych o aktywności gospodarczej za grudzień.
- Przewidujemy wyhamowanie wzrostu gospodarczego, którego skala może być głęboka na tle gospodarek wschodzących i rozwiniętych. To z kolei może oddziaływać w kierunku słabszego złotego w I kw. Negatywny wpływ może mieć także dalszy odpływ inwestorów zagranicznych z krajowego rynku długu i sytuacja techniczna. Z kolei ograniczenie przetargów FX swap na Węgrzech przy mniejszej preferencji NBH do dalszego osłabiania forinta może ograniczyć pole do dalszego wzrostu PLNHUF z historycznych maksimów. Korzystny wpływ na złotego może mieć wciąż wysoki bilans obrotów bieżących i oczekiwane umocnienie EUR.

Potrzeby pożyczkowe



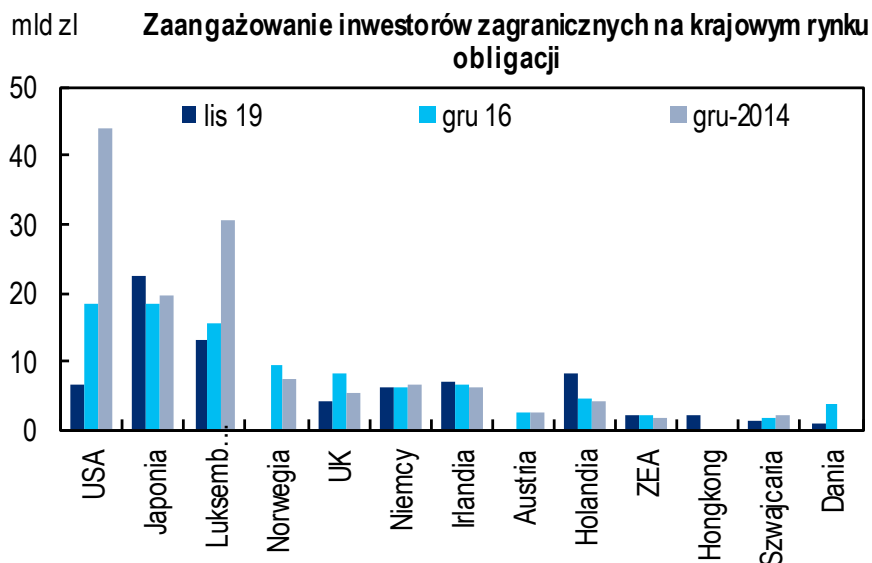
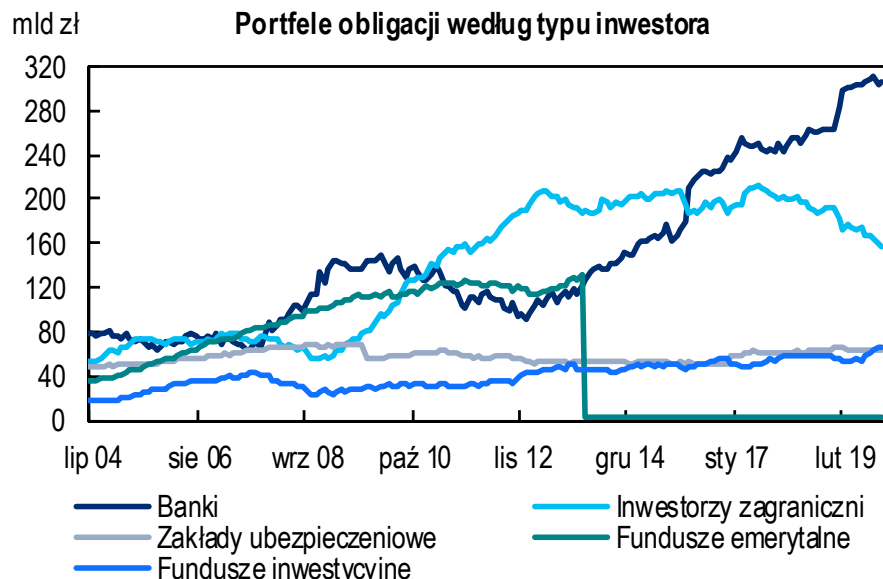
Potrzeby pożyczkowe wzrosną o ok. 20 mld zł...

- Projekt budżetu na 2020 r. z grudnia przewiduje wzrost potrzeb pożyczkowych w 2020 r. do 141,5 mld zł z ok. 130 mld zł w 2019 r. Biorąc pod uwagę zaskakująco wysoki stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych, który po aukcji 9.01. resort finansów oszacował na 56% (40% według poprzednich publikacji na koniec grudnia 2019 r.), można założyć, że ubiegłoroczne potrzeby były znacznie mniejsze od wcześniejszych założeń. Na tej podstawie sądzimy, że w ubiegłym roku wynik budżetu mógł być na tyle dobry, że nie zanotował deficytu (w projekcie z grudnia deficyt szacowano na ok. 12,5 mld zł). W rezultacie ubiegłoroczne potrzeby pożyczkowe netto mogły być zbliżone do zera, a w 2020 r. budżet zakłada ich wzrost do ok. 23,5 mld zł.

... i będą finansowane głównie przez emisje krajowe

- Potrzeby pożyczkowe będą finansowane przede wszystkim przy zwiększonym finansowaniu krajowym (planowana emisja netto: +46 mld zł), wliczając w to kolejny rok z rzędu dużej emisji obligacji detalicznych (netto ok. 6 mld zł), przy ujemnym finansowaniu zagranicznym (-15 mld zł). Ujemna emisja obligacji zagranicznych jest zgodna z planem stopniowej redukcji udziału długu zagranicznego w długi skarbowym do ok. 20% w 2023 r. z ok. 30% w 2018 r. i ok. 27% na koniec października 2019 r.

Rynek obligacji: podaż vs. popyt



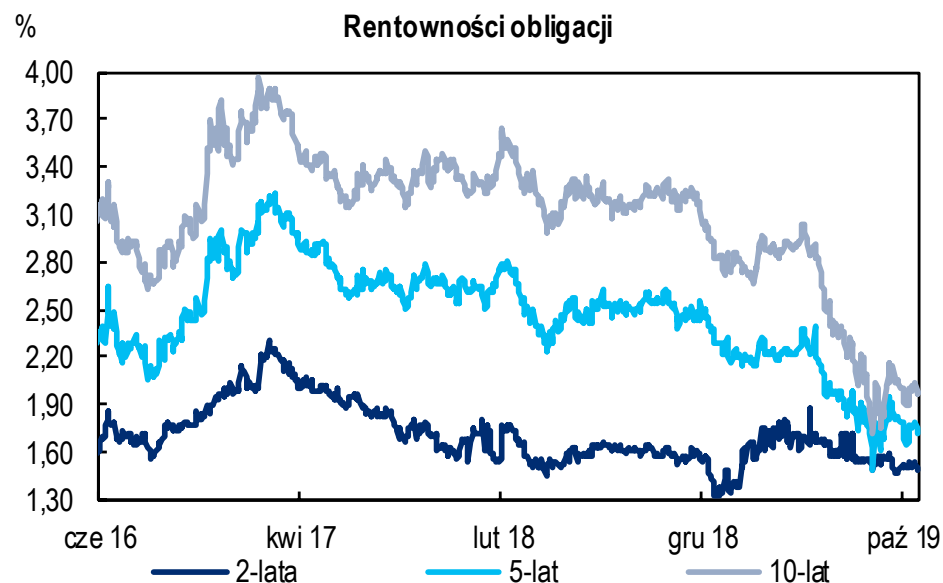
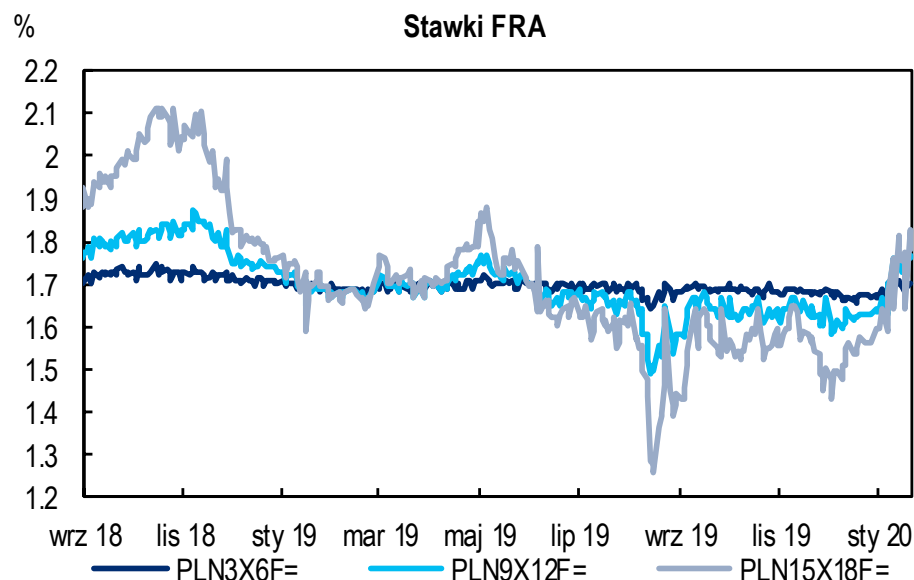
Mniejsze emisje w 2020 r.

- Oczekujemy emisji brutto na aukcjach pierwotnych obligacji krajowych na poziomie średnio ok. 5 mld zł na aukcję. Zakładamy, że na aukcjach podstawowych resort finansów może wyemitować ok. 70 mld zł obligacji krajowych, a na aukcja zamiany, częściowo w ramach finansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych ok. 40 mld zł. Naszym zdaniem jak zwykle na początku roku resort finansów będzie starał się odbudować swoje depozyty, które na koniec roku wyniosły ok. 34,7 mld zł. Tym samym, biorąc pod uwagę stosunkowo nieduże zapadalności obligacji i płatności kuponowe w pierwszych miesiącach roku sądzymy, że największa emisja netto będzie miała miejsce w I kwartale.

Banki generują popyt

- Sądzymy, że popyt na obligacje utrzyma się na solidnym poziomie przy dalszych zakupach przez krajowe banki.
- W listopadzie krajowe banki zwiększyły zaangażowanie na krajowym rynku obligacji o 1,4 mld zł a w całym roku o 41,2 mld zł. Inwestorzy zagraniczni zmniejszyli je o 1,3 mld zł, a od początku roku aż o 33,6 mld zł.
- Obligacje sprzedawały banki centralne i inwestorzy z Japonii i Holandii, a kupowali inwestorzy z Irlandii. Inwestorzy Japońscy pozostają głównym inwestorem na polskim rynku obligacji.

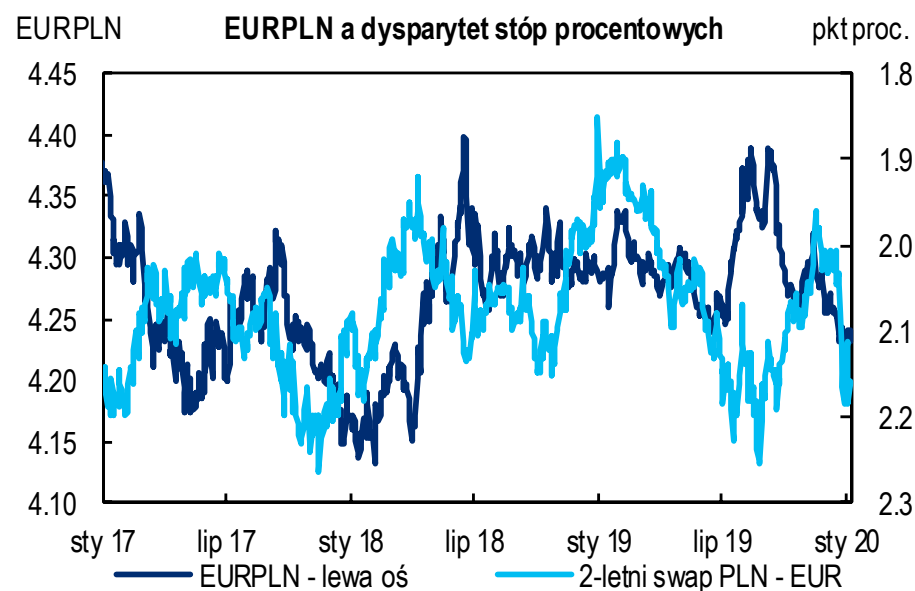
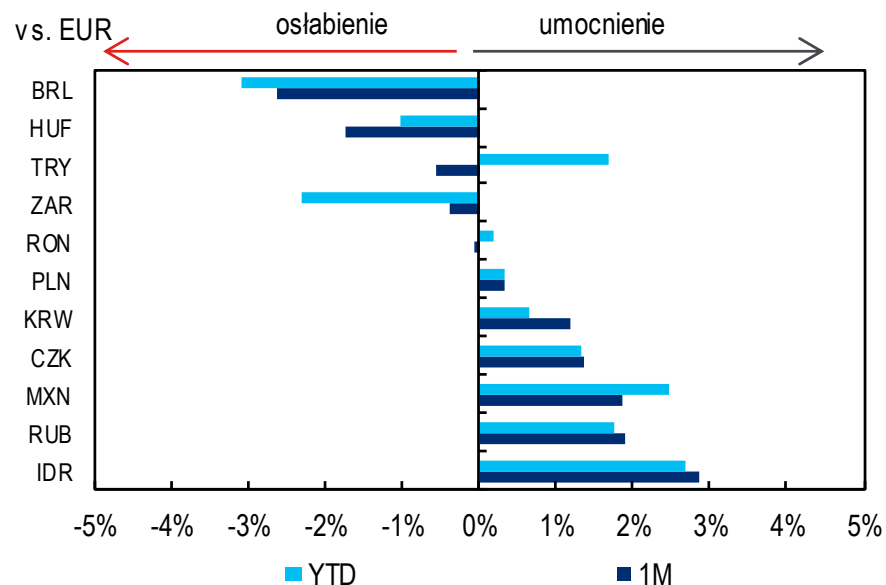
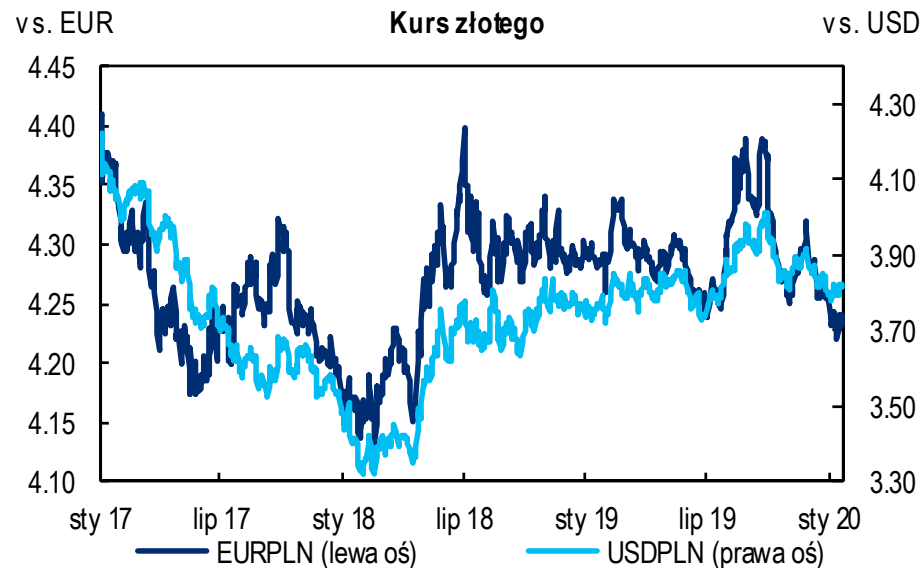
Rynek stopy procentowej



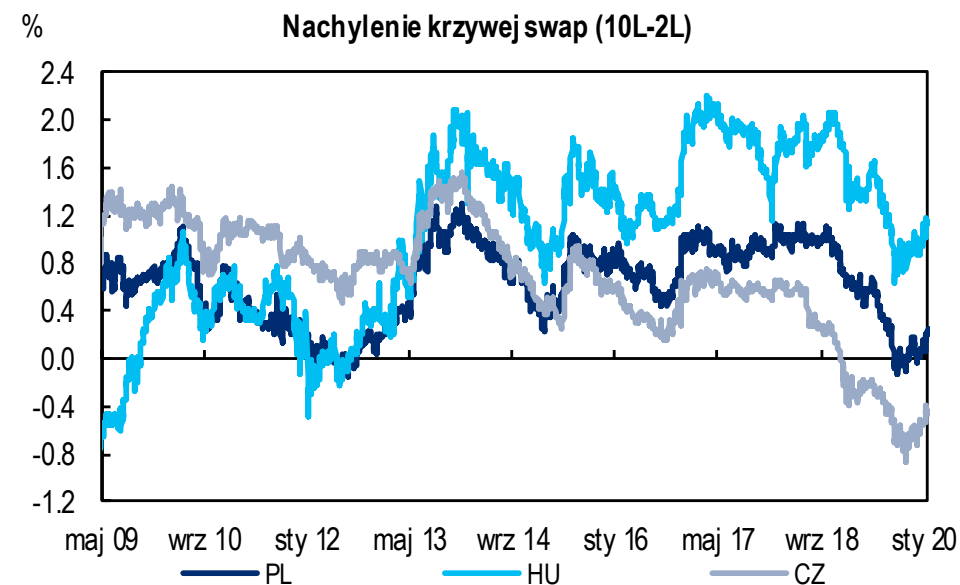
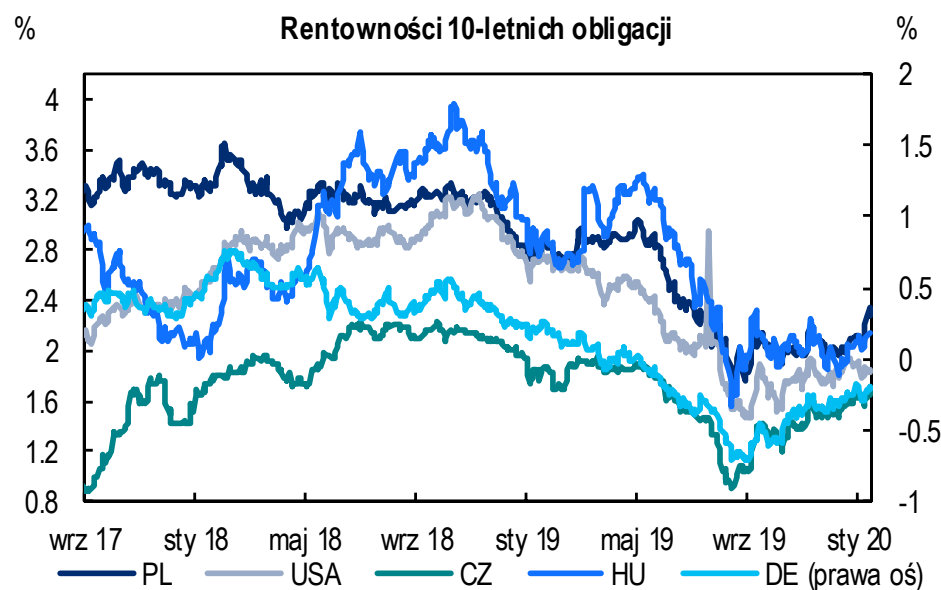
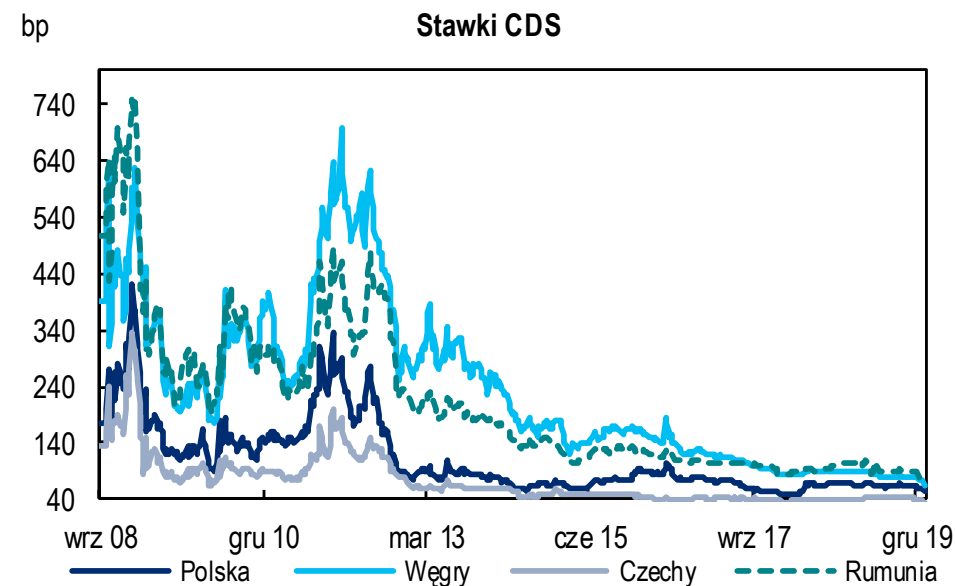
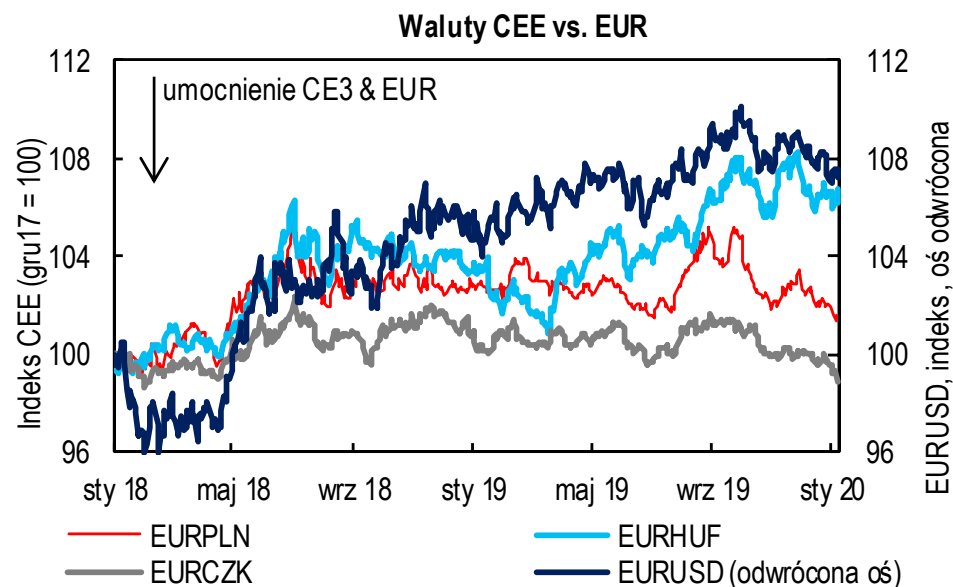
Niewielkie zmiany na rynku długu

- Od publikacji naszego raportu rocznego w połowie grudnia doszło do znacznego wzrostu stóp rynkowych. Główną przyczyną był niespodziewanie wysoki wzrost inflacji, który wpłynął na oczekiwania odnośnie przyszłej ścieżki stóp procentowych. W rezultacie wzrostu stawek FRA rynek przestał wyceniać obniżki stóp procentowych i zaczął częściowo dyskontować podwyżkę stóp. Zmiana stóp rynkowych zarówno FRA, swap jak i rentowności długu była głównie wynikiem czynników krajowych, podczas gdy zmiana rentowności niemieckich Bundów i Treasuries była niewielka. Rentowności obligacji wzrosły o ok. 20-30 pb, a krzywa dochodowości wystromiła się. Spreads *asset swap* rosły na krótkim i długim końcu, a spadały dla tenoru 5-letniego.
- Sądzymy, że w I kwartale rynek długu pozostanie pod presją w związku z oczekiwanym dalszym wzrostem inflacji, która prawdopodobnie przekroczy 4%. Ponadto spodziewamy się także największej emisji netto w tym roku w I kw.
- W dalszej części roku oczekujemy stopniowego spadku inflacji, mniejszej emisji obligacji netto. Jednocześnie zakładamy spadek rentowności Treasuries i wzrost rentowności Bundów.

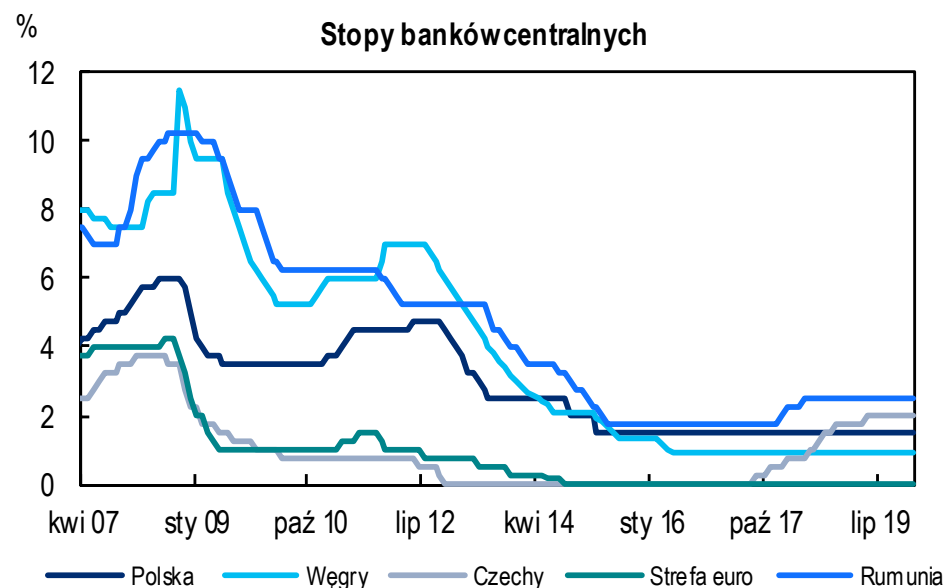
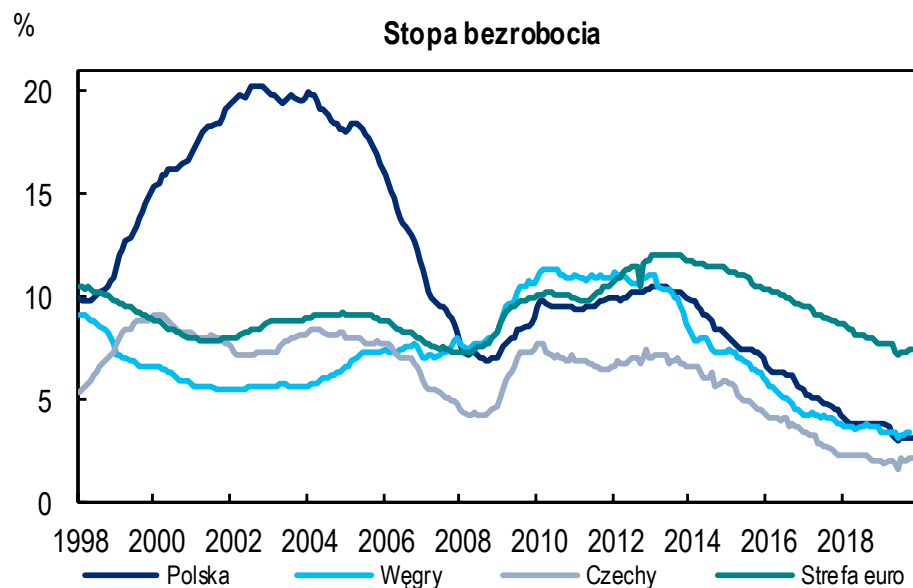
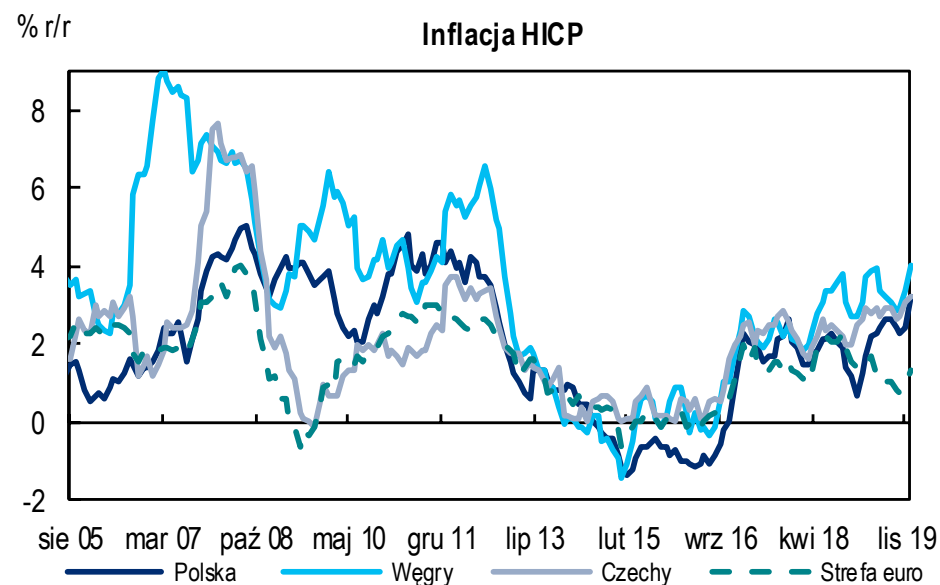
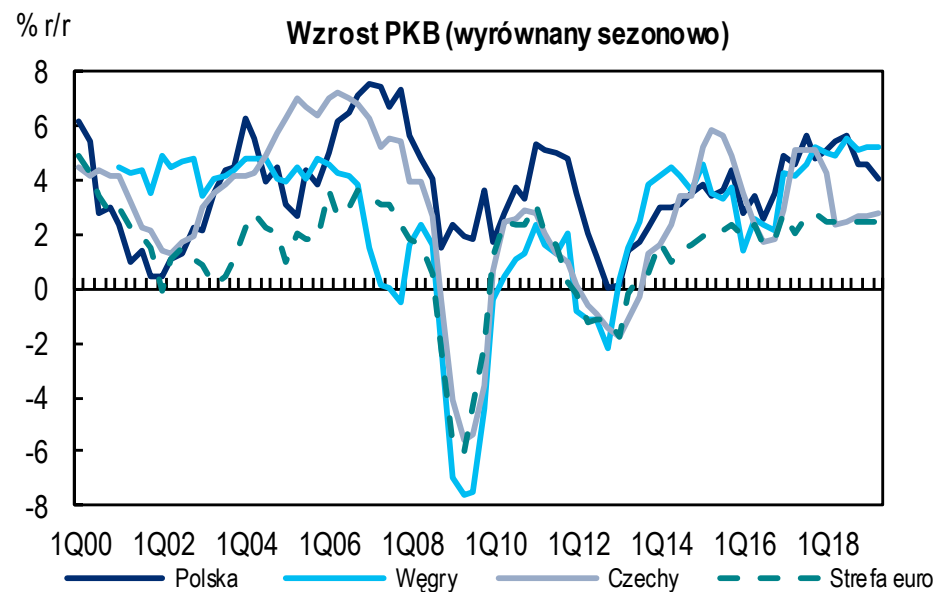
Przegląd rynku walutowego



Długoterminowe wskaźniki rynkowe



Długoterminowe wskaźniki makroekonomiczne



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2018					2019							
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2,8	6,0	6,9	5,5	9,2	7,6	-2,6	5,8	-1,5	5,5	3,5	1,4	3,8
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-11,5	7,3	-1,5	9,8	-3,6	-0,1	-5,8	2,8	-6,1	10,7	7,8	-5,6	-9,4
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	2,2	5,2	7,0	6,3	9,7	7,7	-3,3	6,6	-1,6	5,8	3,6	0,2	3,8
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	12,3	3,2	15,1	10,8	17,4	9,6	-0,7	6,7	2,6	7,6	-4,0	-4,6	-3,3
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	3,9	5,2	5,6	1,8	11,9	5,6	3,7	5,7	4,4	4,3	4,6	5,2	5,7
Stopa bezrobocia (%)	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6
Ceny													
Inflacja (% r/r)	1,1	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4
Inflacja (% m/m)	0,0	-0,2	0,4	0,3	1,1	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,8
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	2,1	2,2	2,9	2,5	2,6	1,4	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-1,0	0,2	0,5	0,1	0,4	0,2	-0,5	0,1	0,3	0,4	-0,6	-0,2	0,1
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	6,1	7,5	7,6	5,7	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1.528	2.529	-630	217	542	430	-114	-915	-246	962	573	1.457	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1,0	-0,9	-0,9	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,2	0,4	0,6	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1295	316	-288	399	334	-189	163	-404	-250	830	427	829	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	15570	18700	18522	19822	19473	19585	18104	18954	17301	20018	21757	20238	-
Eksport (% r/r)	-0,5	5,9	10,5	7,8	9,6	11,5	-2,6	5,9	-1,8	13,5	3,8	-1,0	-
Import f.o.b. (mln EUR)	16865	18384	18810	19423	19139	19774	17941	19358	17551	19188	21330	19409	-
Import (% r/r)	0,2	2,1	8,4	2,8	8,0	11,1	-5,4	6,9	-3,4	6,4	-0,2	-4,6	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2018					2019							
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	11,6	7,6	9,8	9,9	10,4	9,9	9,3	9,9	9,9	9,4	9,3	9,4	-
Depozyty gospod. domow ych (% r/r)	10,1	10,7	11,2	11,4	11,8	11,7	11,1	10,9	11,3	11,1	10,2	10,2	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	4,3	2,3	4,9	5,7	8,2	7,5	6,7	8,4	7,2	7,7	9,6	9,2	-
Kredyty dla gosp. domow ych (% r/r)	7,0	6,6	6,5	6,9	6,9	6,1	6,0	6,8	6,8	7,2	6,4	6,3	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	7,6	7,4	6,8	7,4	6,6	4,2	4,0	4,3	5,2	3,7	2,9	3,8	-
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)	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,71
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	0,90	1,37	1,48	1,57	1,61	1,54	1,40	1,19	1,30	1,24	1,06	1,01	1,63
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,35	1,49	1,75	1,69	1,69	1,67	1,62	1,56	1,57	1,52	1,44	1,40	1,63
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,29	2,15	2,33	2,20	2,35	2,11	1,98	1,89	1,68	1,78	1,73	1,75	1,77
EUR/PLN (koniec okresu)	4,29	4,26	4,30	4,30	4,28	4,28	4,24	4,29	4,38	4,37	4,26	4,31	4,26
USD/PLN (koniec okresu)	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82	3,83	3,73	3,87	3,98	4,01	3,82	3,91	3,79
EUR/USD (koniec okresu)	1,15	1,14	1,14	1,12	1,12	1,12	1,14	1,11	1,10	1,09	1,12	1,10	1,12
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetow y skum. (mld PLN)	10,4	-6,6	0,8	4,5	0,1	2,2	5,0	4,8	2,0	1,8	3,2	1,9	
Def. budżetow y skum. (% planu)*	25,1%	-23,1%	2,8%	15,7%	0,3%	7,6%	17,7%	16,8%	4,8%	4,3%	7,7%	4,5%	

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/3)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	586	582	635	700
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.241	2.366	2.502
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.262	15.130	16.577	18.272
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	5,5	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,1	3,4	3,4
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	5,0	0,0	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,5	4,2	4,2	3,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,1	4,3	3,4
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	4,0	6,2
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,3	3,2	6,4
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,5	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,2	2,7
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,8	7,0	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,58	7,44	4,91	3,53	7,35	7,00	6,50	6,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	1,70	1,70
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,03	2,05	2,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,80	3,62	3,54
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,84	3,73	3,59
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,26	4,24	4,25

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/3)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-3,4	-0,8	-1,7	-2,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-0,1	-0,3	-0,3
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	-3,2	-3,1	-1,5
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	254,5	266,7	305,0
Import	215,0	188,6	193,2	226,6	260,1	257,6	269,8	306,5
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	26,9	26,2	27,1
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-21,2	-21,5	-23,5
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4	133,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-2,7	-2,2	-1,5	-0,4	-0,9	-1,2	-2,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,1	0,5	0,2	-0,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	44,9	44,3	43,1

Prognozy długoterminowe

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,1	3,4	3,4	3,2	2,7	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	2,3	3,3	2,7	2,3	2,3	2,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,1	0,4	0,3	0,7	1,2	1,3
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,80	3,62	3,54	3,40	3,22	3,10
USD/PLN (Średnia)	3,84	3,73	3,59	3,47	3,27	3,16
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,24	4,25	4,25	4,25	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,30	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25

Prognozy dla gospodarki polskiej (3/3)

Wybrane prognozy kwartalne

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Wzrost PKB (r/r, realnie)	3,4	3,4	3,4	3,1	3,3	3,2	3,4	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	3,2
Konsumpcja indywidualna (r/r, realnie)	4,0	4,3	4,3	3,9	3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inwestycje (r/r, realnie)	0,0	-1,0	-1,5	-0,5	1,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja CPI (r/r)	4,2	3,3	2,9	3,0	2,4	2,4	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6
Bezrobocie rejestrowane	5,3	5,4	5,3	5,2	5,5	5,7	5,6	5,5	5,8	6,0	5,9	5,7	5,9
Bezrobocie wg BAEL	3,4	3,4	3,3	3,2	3,5	3,7	3,6	3,5	3,8	4,0	3,9	3,7	3,9
Wynagrodzenie (gospodarka narodowa)	6,7	7,3	7,2	6,6	6,8	6,8	6,2	6,3	6,6	6,0	5,5	6,2	6,2
Stopa referencyjna NBP (koniec okresu)	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
WIBOR3M (koniec okresu)	1,70	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71
EUR/PLN (koniec okresu)	4,26	4,27	4,26	4,24	4,24	4,24	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
USD/PLN (koniec okresu)	3,79	3,81	3,74	3,66	3,62	3,59	3,60	3,57	3,54	3,51	3,46	3,43	3,40

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