

CitiMonthly

Pogłębianie spowolnienia

Piotr Kalisz, CFA,
Cezary Chrapek, CFA
Luty 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 (®) at the end.

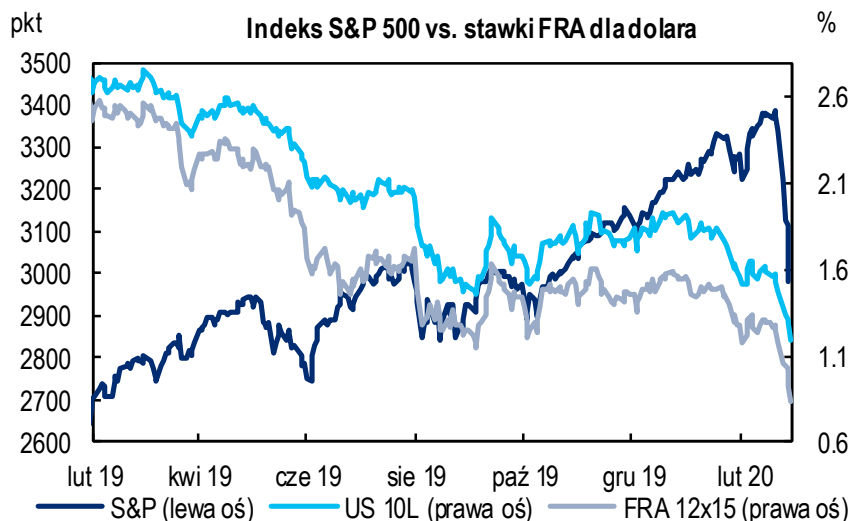
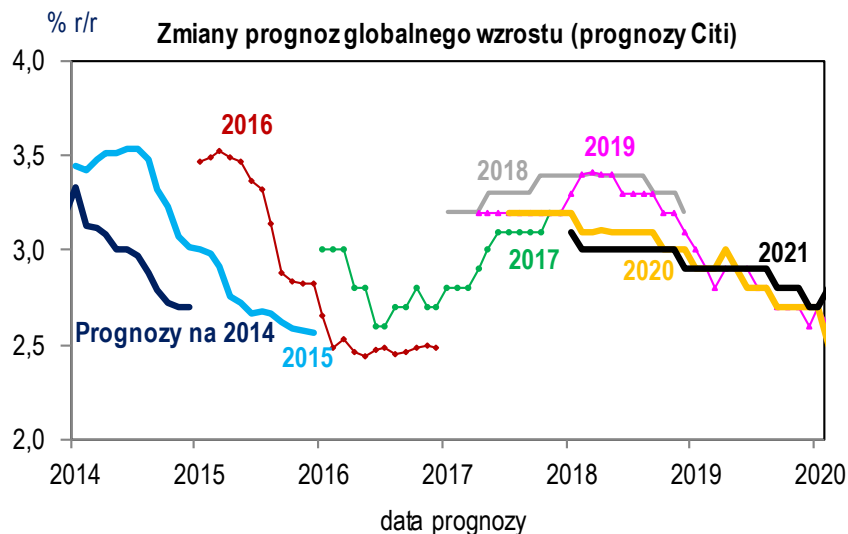
Podsumowanie

- Wybuch epidemii wirusa COVID-19 w Chinach i stopniowe rozprzestrzenianie się go w innych krajach ograniczyło mobilność pracowników i konsumentów, a także aktywność gospodarczą na świecie. Taka sytuacja przełożyła się na rewizję prognoz gospodarczych w dół dla szeregu gospodarek (na razie o ok. 0,2 pkt proc. dla świata).
- Sądzymy, że wzrost w kraju może ucierpieć na skutek osłabienia popytu na polskie produkty (zagraniczny szok popytowy), zaburzeń w łańcuchach dostaw (szok podażowy) oraz mniejszej konsumpcji w kraju (szok konsumpcyjny). Biorąc pod uwagę skalę niepewności związanej z rozwojem epidemii, ostateczny wpływ koronawirusa na polską i światową gospodarkę jest trudny do oszacowania.
- Na razie pojawienie się COVID-19 w Europie skłoniło nas do obniżenia prognozy wzrostu w 2020 roku do 2,8% (bez tego czynnika wzrost zapewne wyniósłby 3-3,5%).
- W styczniu płace przyspieszyły pod wpływem podwyżki płacy minimalnej. Jednocześnie jednak presja płacowa stopniowo słabnie w grupie osób nie objętych płacą minimalną, do czego przyczynia się spowolnienie gospodarcze. Wyższe koszty pracy w obliczu osłabienia popytu mogą prowadzić do wyhamowania zatrudnienia i wzrostu stopy bezrobocia w tym roku.
- Inflacja wzrosła w styczniu do 4,4% przede wszystkim za sprawą cen żywności, podczas gdy w RPP rośnie polaryzacja opinii w kwestii adekwatnego poziomu stóp procentowych. Wobec prognoz stopniowego spadku inflacji w kolejnych miesiącach i spowolnienia gospodarki sądzymy, że większość członków RPP podtrzyma opinię o braku potrzeby zmian stóp przez długi czas.

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	2,6	2,5	2,8	2,5	2,6	2,4	2,8	2,4	2,3	0,3	0,3	0,0	-2,9	-3,1	-3,1	85,7	86,7	88,1
Kraje rozwinięte	1,7	1,4	1,6	1,3	1,4	1,6	1,2	0,9	0,9	-0,1	0,0	-0,1	-2,9	-3,0	-3,2	108,3	110,0	112,5
USA	2,3	2,0	1,9	1,4	1,6	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	0,0	1,2	0,5	0,7	0,6	-0,1	-0,1	0,0	3,3	3,6	3,7	-4,3	-3,9	-3,5	241,0	241,0	242,0
strefa euro	1,2	1,0	1,4	1,2	1,1	1,5	0,0	0,0	0,0	2,5	2,4	2,3	-0,8	-1,1	-1,0	86,0	86,0	84,0
Niemcy	0,5	0,2	1,4	1,4	0,9	1,6	0,0	0,0	0,0	7,7	7,0	6,8	1,5	0,6	0,1	59,0	57,0	55,0
Francja	1,2	1,1	1,4	1,3	1,3	1,5	0,0	0,0	0,0	-0,8	-0,7	-0,6	-3,1	-2,5	-2,4	99,0	99,0	99,0
Włochy	0,2	0,2	0,7	0,6	0,6	0,8	0,0	0,0	0,0	3,0	2,8	2,6	-2,2	-2,3	-2,2	136,0	138,0	138,0
Hiszpania	2,0	1,7	1,6	0,8	1,0	1,4	0,0	0,0	0,0	1,5	1,7	1,3	-2,2	-2,4	-2,5	96,0	96,0	95,0
Szwecja	1,2	1,1	1,4	1,7	1,6	1,7	-0,2	0,0	0,0	4,2	4,5	4,7	0,4	-0,1	0,0	36,0	35,0	35,0
Szwajcaria	0,8	0,6	1,8	0,4	0,1	0,9	-0,8	-0,8	-0,8	9,9	6,7	5,9	1,1	1,1	0,9	27,0	26,0	25,0
Wielka Brytania	1,3	0,7	-0,1	1,8	1,5	1,8	0,8	0,7	0,1	-4,3	-4,0	-4,0	-1,9	-2,3	-2,6	84,0	84,0	85,0
Kraje rozwijające się	3,9	3,9	4,3	4,0	4,1	3,4	5,1	4,3	4,1	0,8	0,7	0,2	-2,8	-3,2	-3,0	55,8	56,4	57,3
Chiny	6,1	5,3	5,7	2,9	3,4	1,9	3,4	3,1	3,0	0,9	1,0	0,3	-2,8	-3,5	-2,8	72,0	72,0	73,0
Indie	4,9	5,9	6,4	4,7	4,2	3,9	5,4	5,2	5,5	-1,3	-1,0	-1,0	-6,6	-6,0	-5,8	72,0	72,0	73,0
Indonezja	5,0	4,9	5,2	2,8	3,1	3,5	5,6	4,6	4,8	-2,7	-2,4	-2,5	-2,2	-2,2	-2,3	30,0	30,0	30,0
Korea Płd.	2,0	2,0	2,4	0,4	1,0	1,6	1,6	1,0	1,2	3,6	4,6	4,4	0,1	-1,6	-1,8	37,0	39,0	42,0
Czechy	2,5	1,8	2,8	2,8	2,9	1,9	1,9	2,2	2,4	-0,3	0,3	1,1	0,3	0,1	-0,1	31,0	31,0	30,0
Węgry	4,8	3,4	3,2	3,4	3,7	3,4	0,9	0,9	0,9	-0,8	-0,5	-0,4	-1,8	-1,0	-1,5	67,0	64,0	62,0
Polska	4,1	2,8	3,4	2,3	3,5	2,7	1,5	1,5	1,5	1,1	1,3	1,0	-0,8	-1,3	-2,1	45,0	45,0	43,0
Rumunia	3,9	3,3	3,3	3,8	3,3	3,4	2,5	2,5	2,9	-5,0	-4,9	-4,8	-4,6	-4,3	-3,7	38,0	40,0	42,0
Rosja	1,3	2,0	2,5	4,5	3,0	3,7	7,3	5,6	5,8	4,8	3,4	2,6	1,9	1,1	0,8	18,0	18,0	19,0
Turcja	0,5	2,5	3,2	15,2	11,5	10,9	20,6	13,0	13,4	0,2	-2,0	-2,0	-2,9	-4,0	-4,3	31,0	34,0	36,0
RPA	0,4	0,6	1,0	4,2	4,6	4,2	6,6	6,0	5,8	-2,3	-2,7	-3,1	-6,2	-6,7	-6,9	62,0	63,0	65,0
Brazylia	1,1	2,0	2,0	3,7	3,8	3,9	6,0	4,3	4,7	-2,8	-3,3	-3,6	-5,3	-5,0	-4,7	79,0	80,0	80,0
Meksyk	-0,1	1,0	1,5	3,6	3,5	3,5	8,0	6,7	6,3	0,0	-0,6	-1,1	-2,3	-3,1	-3,5	53,0	53,0	54,0

Światowa gospodarka w cieniu wirusa



Widmo wirusa rzuca cień na globalne prognozy

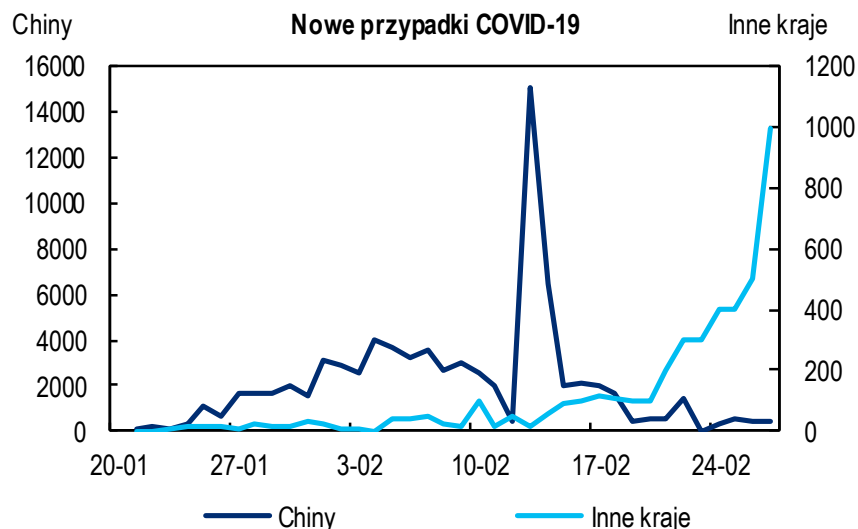
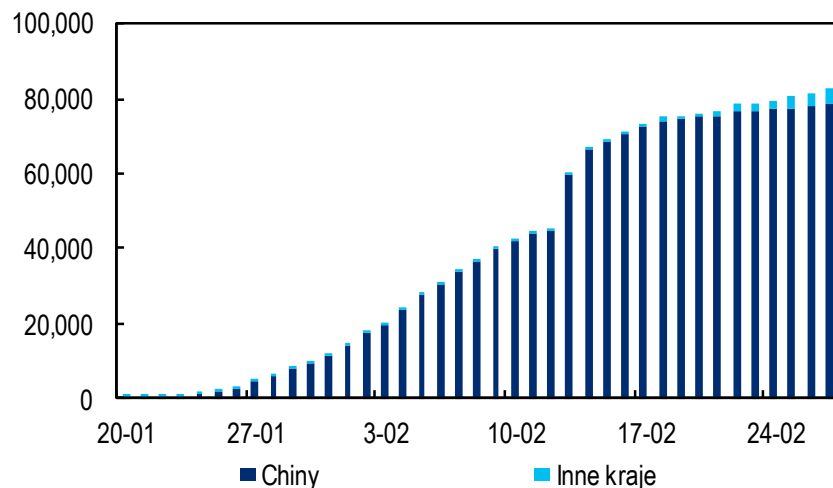
- Choć koniec 2019 r. i początek obecnego stały pod znakiem poprawy miękkich wskaźników koniunktury to pojawienie się i rozprzestrzenianie się koronawirusa zaczęło stopniowo negatywnie wpływać na perspektywy światowej gospodarki. Sądzymy, że straty w produkcji mogą być do nadrobienia natomiast w usługach mogą być bardziej trwałe.
- Oczekujemy obecnie, że światowa gospodarka zanotuje w tym roku wzrost o 2,5% (wobec 2,7% oczekiwanych przed miesiącem). Najdotkliwiej skutki wirusa odczuje gospodarka chińska – w jej przypadku oczekujemy, że wzrost PKB w I kw. może być aż o 2 pkt proc niższy wobec wcześniejszych prognoz, a w całym roku o 0,5 pkt proc. Z kolei prognoza wzrostu dla Niemiec została obniżona o 0,3 pkt proc.

Gaśnie optymizm rynków

- Chiński bank centralny zareagował na wybuch epidemii obniżając stopy procentowe, zwiększając płynność w systemie bankowym, a chiński rząd wycofał część ceł na import z USA i zapowiedział stymulację fiskalną. Początkowo rynki finansowe w dosyć stonowany sposób reagowały na wzrost liczby zachorowań, jednak ostatecznie doszło do znacznego pogorszenia nastrojów na giełdach oraz znacznych spadków rentowności. Rynek przewiduje obecnie kontynuację obniżek stóp procentowych w USA.

Koronawirus na świecie

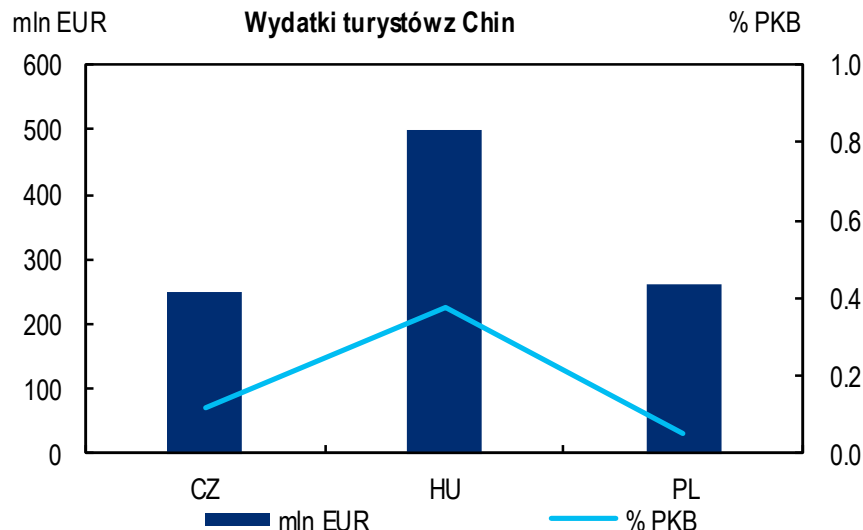
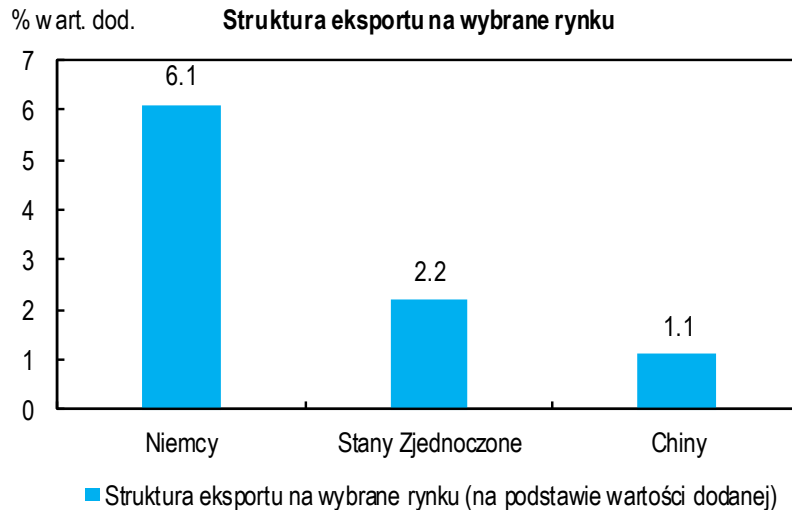
Liczba przypadków COVID-2019



Z Chin do Europy

- Rozprzestrzenianie się koronawirusa powodującego zachorowania na COVID-19 stało się poważnym wyzwaniem dla wielu gospodarek oraz systemów ochrony zdrowia.
- Pierwsze zachorowania na COVID-19 stwierdzono w Chinach w grudniu. W ciągu zaledwie dwóch miesięcy (do 26 lutego) potwierdzono na świecie w sumie ok 83 tys. przypadków. Chińskie władze zdecydowały się na daleko idące działania m.in. ograniczające liczbę podróży, zamknięcie niektórych zakładów pracy, odwołanie imprez grupowych, co pozwoliło ograniczyć rozprzestrzenianie się wirusa. Ostatnie dane sugerują też zmniejszenie się liczby nowych (potwierdzonych) przypadków w Chinach.
- Jednocześnie pojawiają się informacje o rozprzestrzenianiu się wirusa w kolejnych krajach, w których przez dłuższy czas nie raportowano licznych przypadków zarażenia. Z punktu widzenia Polski kluczowe znaczenie wydają się mieć przypadki w Europie, w tym we Włoszech.
- Dotychczasowy wpływ koronawirusa na aktywność gospodarczą w Chinach sugeruje, że efekty dla pozostałych gospodarek mogą być istotne. Precyzyjne szacunki wydają się jednak niemożliwe.

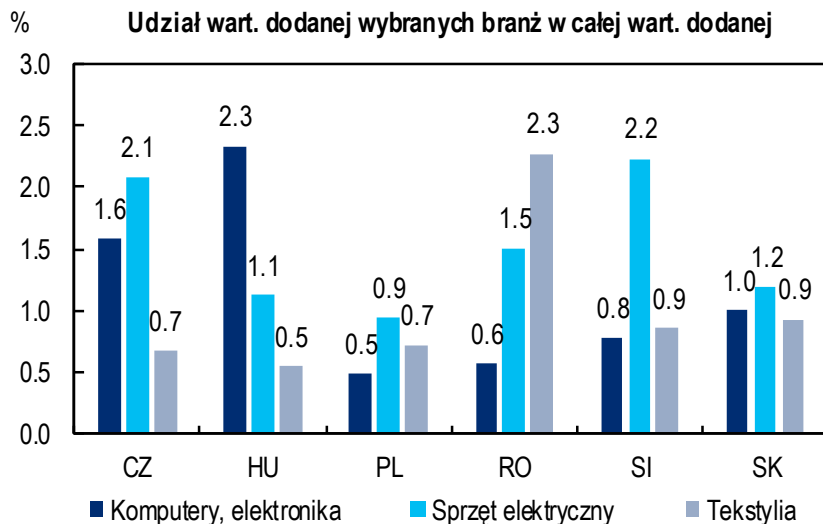
Koronawirus: Polska (1/2)



Konsekwencje dla gospodarki

- Istnieje kilka głównych mechanizmów transmisji szoku gospodarczego:
 - Zagraniczny szok popytowy: Osłabienie wzrostu w Chinach odbije się na zamówieniach na polskie produkty;
 - Turystyka: Strach przed wirusem oraz ograniczenia lotów międzynarodowych przyczynią się do spadku dochodów z turystyki;
 - Efekt podażyowy: Przestoje w Chinach i innych krajach mogą doprowadzić do zaburzeń w łańcuchach dostaw.
- Większość szacunków koncentruje się na dwóch pierwszych kanałach transmisji szoków. Może to prowadzić do relatywnie optymistycznej (prawdopodobnie zbyt optymistycznej) oceny konsekwencji dla polskiej gospodarki.
- Naszym zdaniem, w związku z niewielką bezpośrednią ekspozycją polskich eksporterów na rynek chiński, szok popytowy może odjąć z wzrostu w kraju około 0,1-0,2 punktu proc. Z kolei ograniczenie ruchu turystycznego powinno mieć zaniedbywalny wpływ na PKB (sąsiedni wykres).
- Znacznie trudniejszy do oszacowania, ale potencjalnie bardziej dotkliwy, jest efekt zaburzeń w łańcuchach dostaw.**

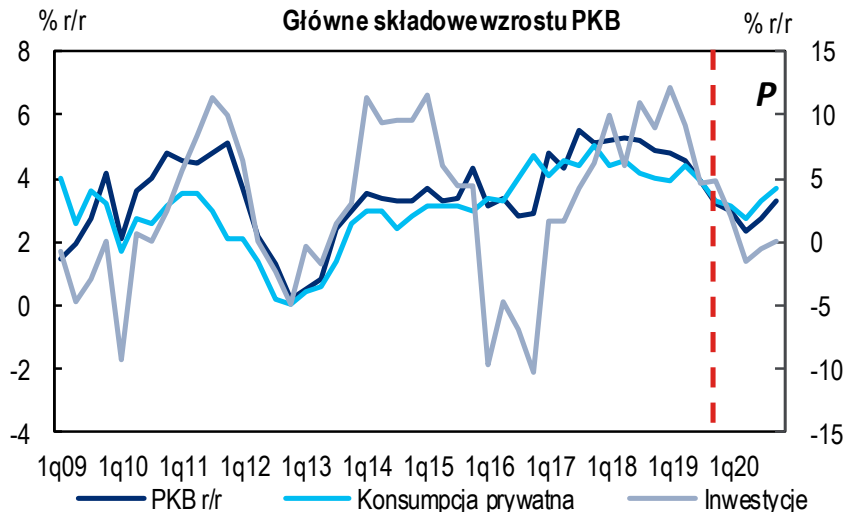
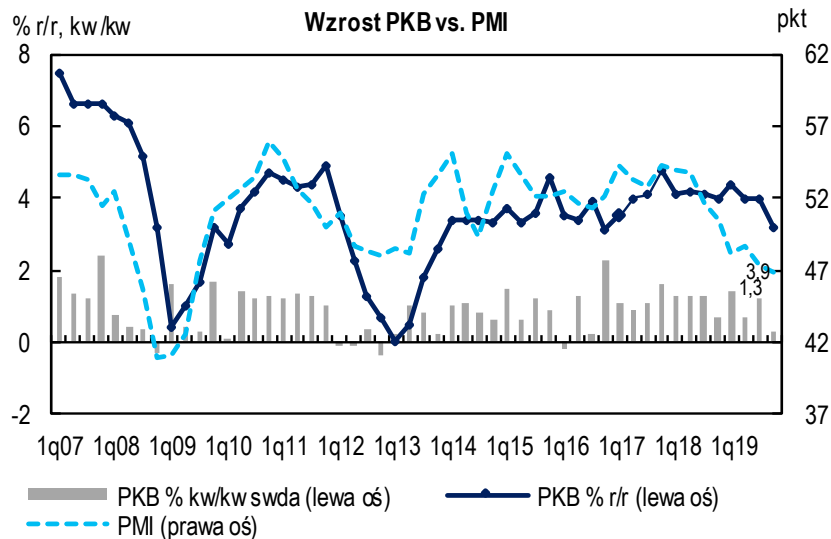
Koronawirus: Polska (2/2)



Zaburzenia łańcuchów dostaw

- Choć łączny eksport do Chin, w tym eksport przechodzący przez kraje trzecie, jest niski (~1% wartości dodanej), towary pochodzące z Chin stanowią istotny wkład do łańcuchów dostaw w których uczestniczą polskie firmy. Bez tych towarów/komponentów część zakładów pracy może być zmuszona do przestojów.
- Najbardziej narażone są przedsiębiorstwa zajmujące się produkcją komputerów, elektroniki, urządzeń elektrycznych oraz odzieży i tekstyliów. Te działy mają bowiem największy udział chińskiej wartości dodanej w swoim eksporcie (wliczając w to wartość dodaną, która została wcześniej poddana obróbce w krajach trzecich, a więc nie trafiła do Polski bezpośrednio z Chin).
- Efekty zaburzeń w łańcuchach dostaw mogą przebiegać w sposób nieliniowy, a przez to trudno ocenić ich potencjalny wpływ. Można jednak zakładać, że w negatywnym scenariuszu efekty gospodarcze mogłyby znacznie wykraczać poza zazwyczaj szacowane skutki związane ze spowolnieniem w Chinach.
- Pojawienie się licznych przypadków COVID-19 w Europie oznacza również, że polska gospodarka powinna się liczyć z krajowym szokiem popytowym. Z tego tytułu spodziewamy się negatywnego wpływu na konsumpcję w I-II kw.

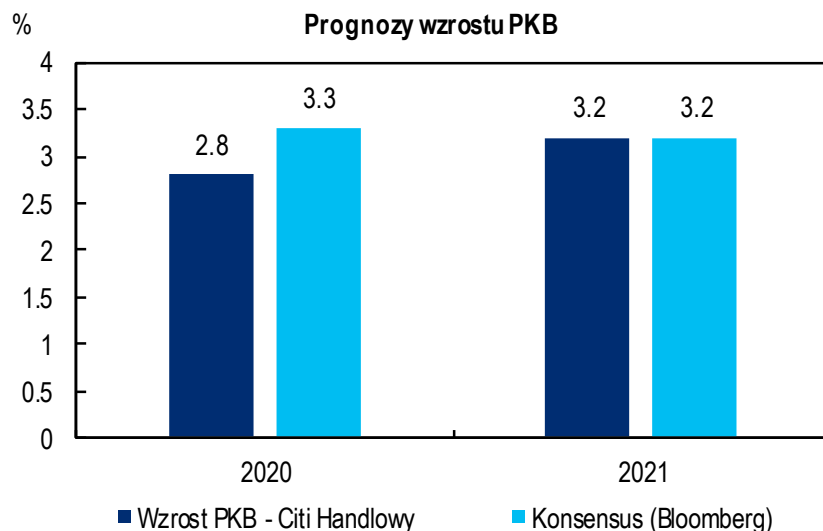
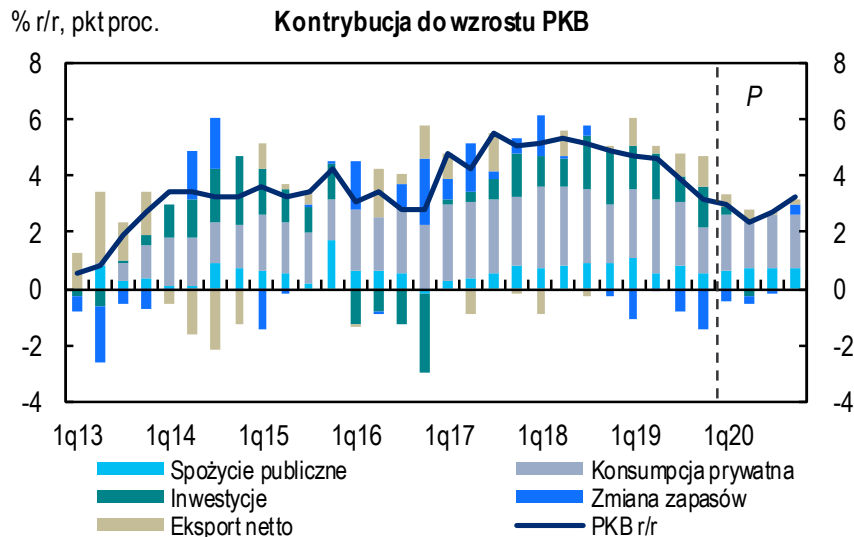
Spowolnienie trwa



Ostatni kwartał pod znakiem słabej konsumpcji

- Ostatni kwartał 2019 roku przyniósł spowolnienie PKB do 3,2% r/r. Wynik ten oznacza znaczne spowolnienie w porównaniu z poprzednimi kwartałami, choć nie tak głębokie jak sugerowały wcześniej publikowane dane o PKB w całym 2020 r.
- Co ciekawe, wbrew wcześniejszym obawom nie tylko udało się uniknąć spadku PKB w ujęciu kwartał-do-kwartału, lecz wyniósł on nawet 0,3% kw/kw.
- Spoglądając na szczegółowe rozbie, w oczy rzuca się słabość konsumpcji indywidualnej (3,3% r/r w IV kw.). Tendencje te są zaskakujące w świetle wciąż wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz wzrostu transferów rządowych do gospodarstw domowych.
- Wzrost inwestycji w IV kw. wyniósł 4,9% r/r i był niższy niż ponad 7% sugerowane przez dane całoroczne. Okazuje się, że aktywność inwestycyjna rzeczywiście zaczęła wytracać swój impet, choć jak na razie trudno mówić o załamaniu w wydatkach inwestycyjnych.
- Potwierdziły się również wcześniejsze przypuszczenia, że eksport netto był jedną z istotnych sił podbijających wzrost PKB. Bez tego czynnika wzrost gospodarczy byłby o 1,1 punkt proc. niższy.

Co dalej z wzrostem?



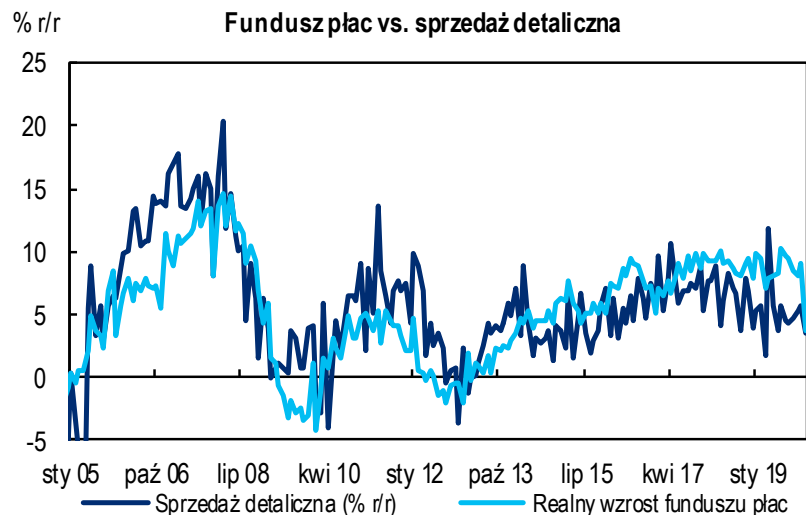
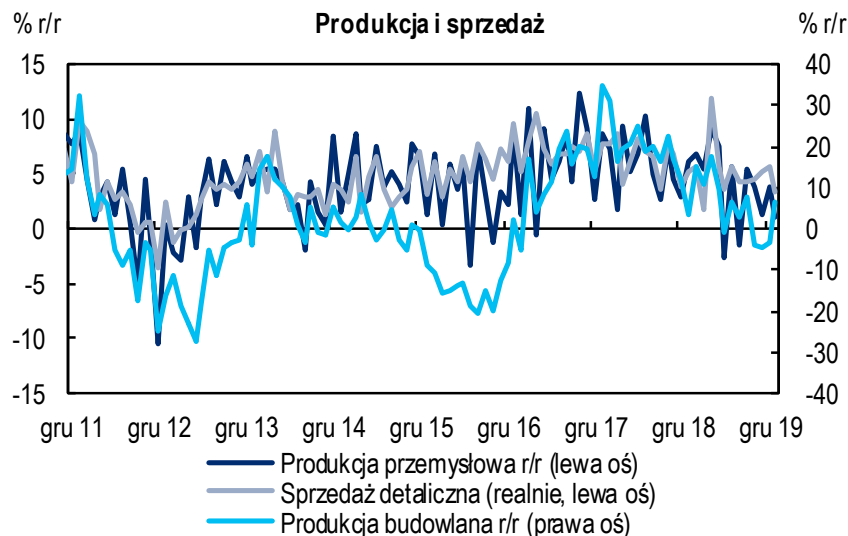
Wzrost poniżej 3%

- Gdyby nie obawy dotyczące efektu COVID-19 na wzrost w Europie, oczekiwalibyśmy wzrostu w Polsce w 2020 roku o 3-3,5%. Niemniej rozprzestrzenianie się nowej choroby w Europie, strach z tym związany, coraz liczniejsze przypadki izolacji/kwarantanny osób podróżujących po innych krajach, a także potencjalne zaburzenia łańcucha dostaw skłaniają do znacznie większej ostrożności.
- Biorąc to pod uwagę, a także wcześniejsze rewizje prognoz Citi dotyczących wzrostu w Niemczech postanowiliśmy obniżyć nasze szacunki PKB w Polsce. Zaktualizowana prognoza zakłada, że wzrost w Polsce wyniesie około 2,8%. Ryzyko dla tej prognozy jest przechylone w dół.

Wiemy, że niewiele wiemy

- Na tym etapie warto podkreślić dużą skalę niepewności. Dotychczas stosowane modele niewiele nam mówią na temat prawdopodobnego rozwoju epidemii i jej efektów. Wciąż wiemy na ten temat znacznie mniej niż chcielibyśmy i mniej niż powinniśmy aby formułować prognozy.
- Bardziej wiarygodna ocena perspektyw wzrostu w kraju będzie możliwa dopiero w II kwartale, gdy skala rozprzestrzeniania się COVID-19 będzie znana (według epidemiologów cieplejsza pogoda może do tego czasu ograniczyć liczbę przypadków zachorowań).

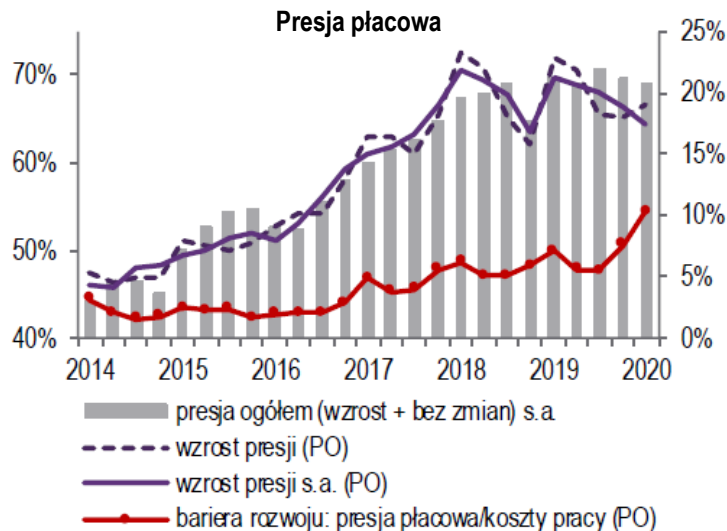
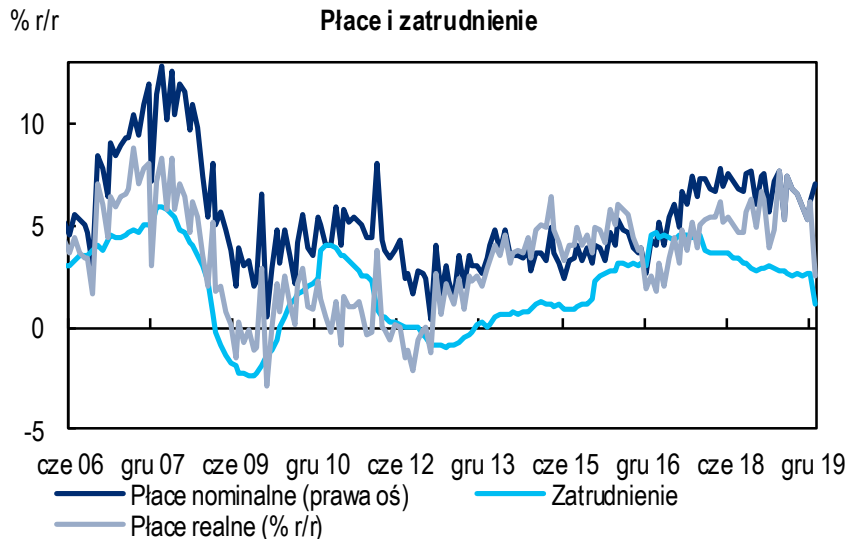
Dosyć dobre dane o aktywności w styczniu



Lepsze dane o produkcji i słabsza sprzedaż

- Dane o aktywności gospodarczej za styczeń pokazały wyższą od oczekiwań dynamikę produkcji i nieznacznie niższą dynamikę sprzedaży.
- Produkcja przemysłowa spowolniła jedynie do 1,1% r/r z 3,8% w grudniu, a efekt dni roboczych był prawdopodobnie przeszacowany. Po jego eliminacji produkcja przyspieszyła do 3,5% r/r z 2,1%.
- Poza spowolnieniem w przetwórstwie negatywny wpływ na łączną produkcję miał głęboki spadek produkcji w górnictwie (-27% r/r), oraz mniejsze zapotrzebowanie na energię w związku z ciepłą zimą.
- Wysokie temperatury w styczniu sprzyjały z kolei produkcji budowlanej, która przyspieszyła w styczniu aż do 6,5% r/r z -3,3%, co wyraźnie przekroczyło oczekiwania rynkowe (-2,1%).
- Sprzedaż detaliczna spowolniła do 3,4% z 5,7% przy spowolnieniu sprzedaży dóbr trwałego użytku do 4,5% z 8,5%. Do słabszej sprzedaży mogło przyczynić się spowolnienie realnych dochodów do dyspozycji w związku z wzrostem inflacji oraz pogorszenie nastrojów konsumentów.

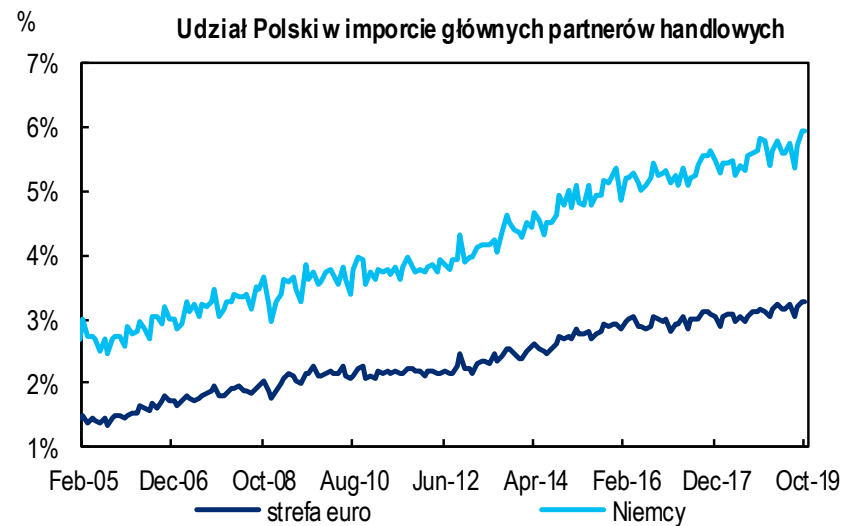
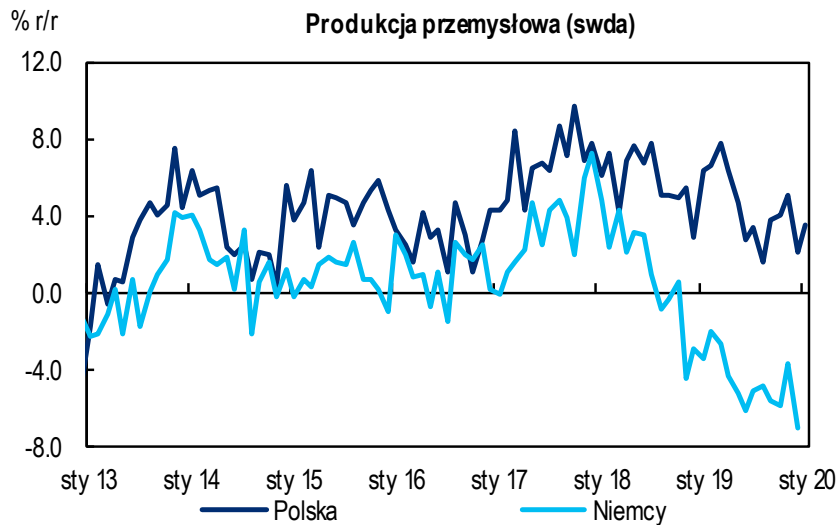
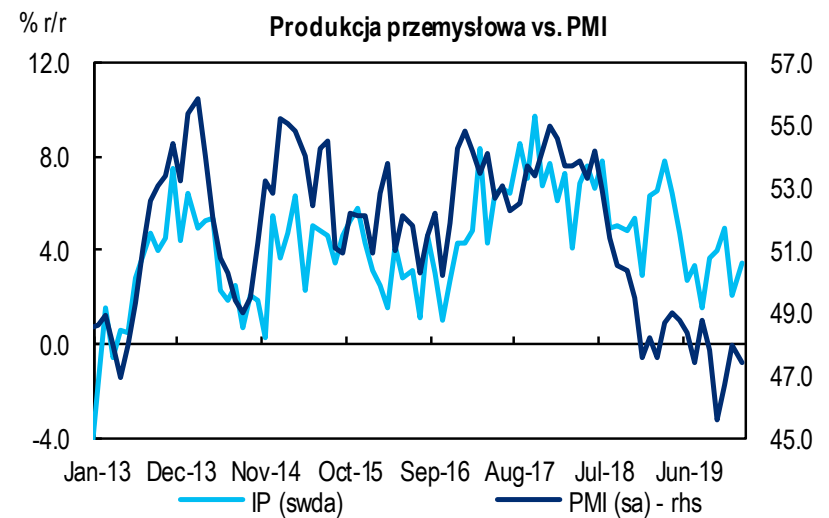
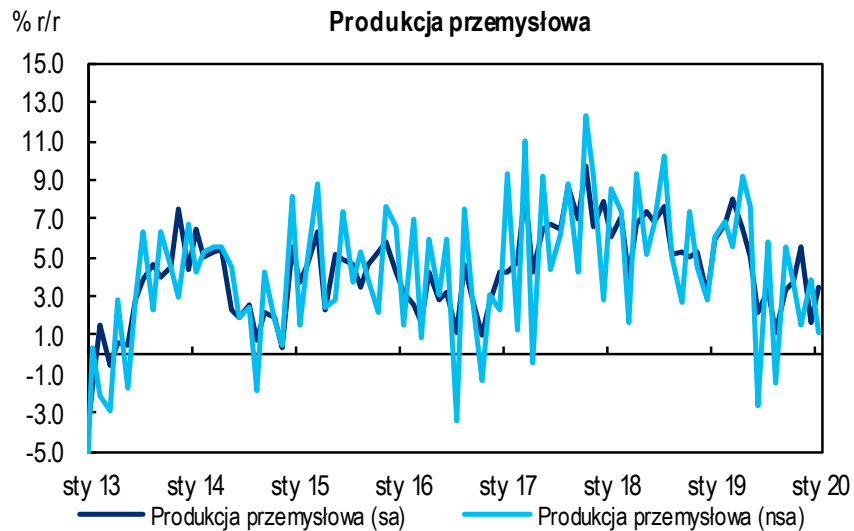
Płace podwyższone przez pensję minimalną



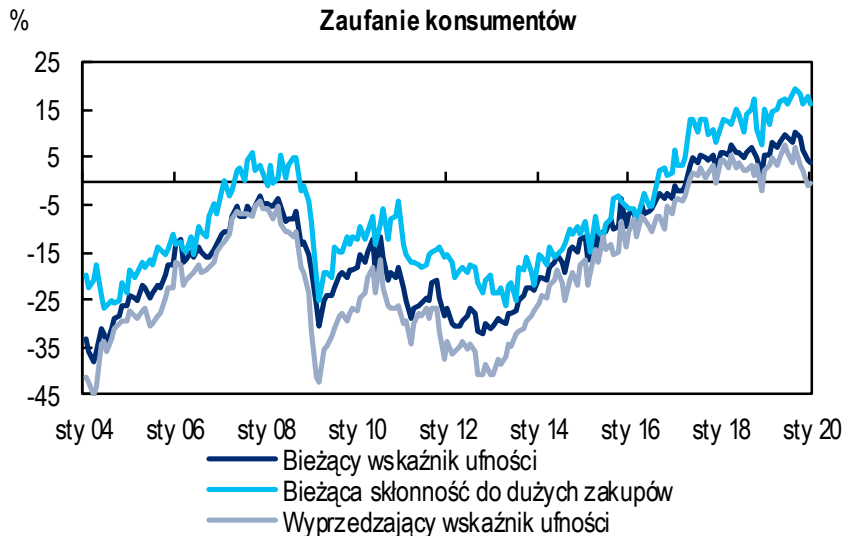
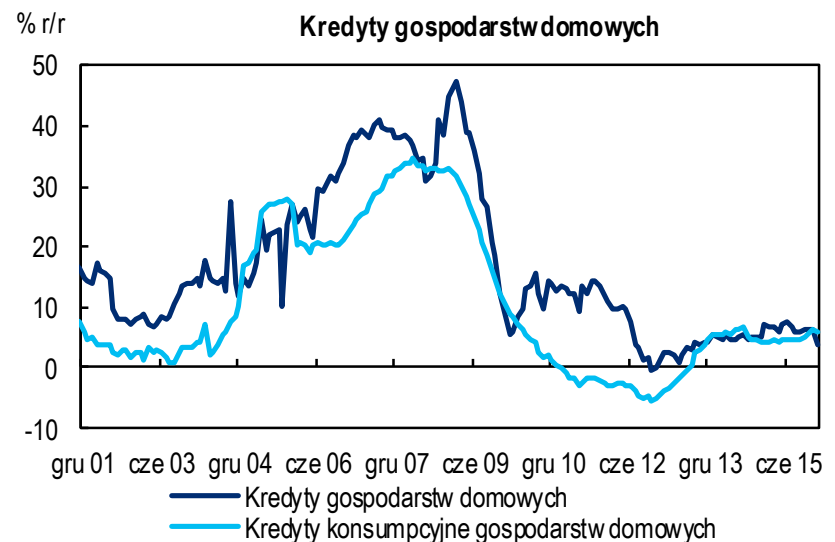
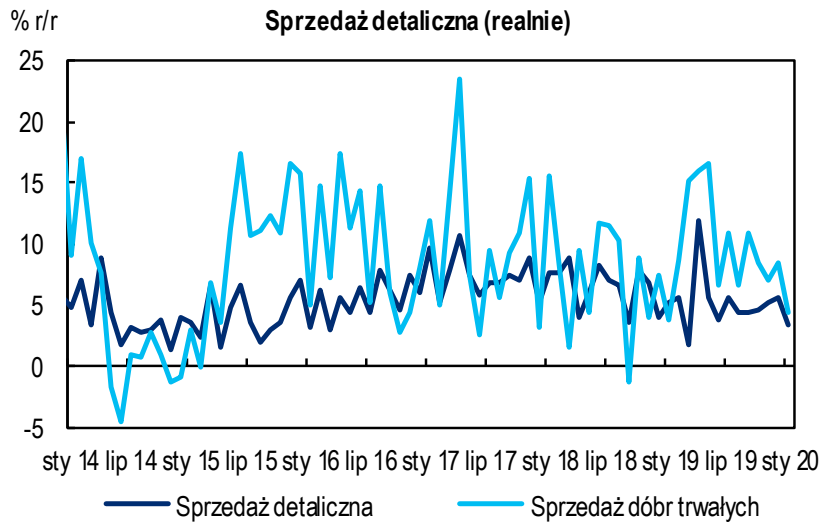
Wyższe płace, słabsze zatrudnienie

- Płace w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyły w styczniu do 7,1% z 6,2 dzięki wzrostowi płacy minimalnej o ok. 15%. Liczba pracujących z płacą minimalną w całej gospodarce wyniosła wg GUS w 2018 roku ok. 13%, a odsetek dla sektora przedsiębiorstw był poniżej 10%.
- Zatrudnienie spowolniło do 1,1% z 2,6%, co głównie wynikało ze zmian metodologicznych (corocznej rewizji próby przedsiębiorstw monitorowanych przez GUS). W tym roku ten efekt przyniósł znacznie mniejszy przyrost zatrudnienia (40 tys. wobec średnio 140 tys. w latach 2017-2019).
- Oczekujemy stopniowego zmniejszenia presji płacowej i popytu na pracę, choć podwyżka płacy minimalnej prawdopodobnie utrzyma średni wzrost płac w tym roku na podwyższonym poziomie.
- Koszty pracy pozostają ważną barierą wzrostu dla firm, które będą wdrażać rozwiązania podwyższające wydajność, ograniczać wzrost zatrudnienia i być może decydować się na podwyżki cen. Jednak w obliczu spowolnienia gospodarczego i pogorszenia prognoz popytu o podwyżki cen może być trudniej niż dotychczas.
- W związku ze spowolnieniem PKB, rok 2020 może przynieść wzrost stopy bezrobocia. Niemniej biorąc pod uwagę trendy demograficzne oczekujemy, że wzrosty tę będą niewielkie.

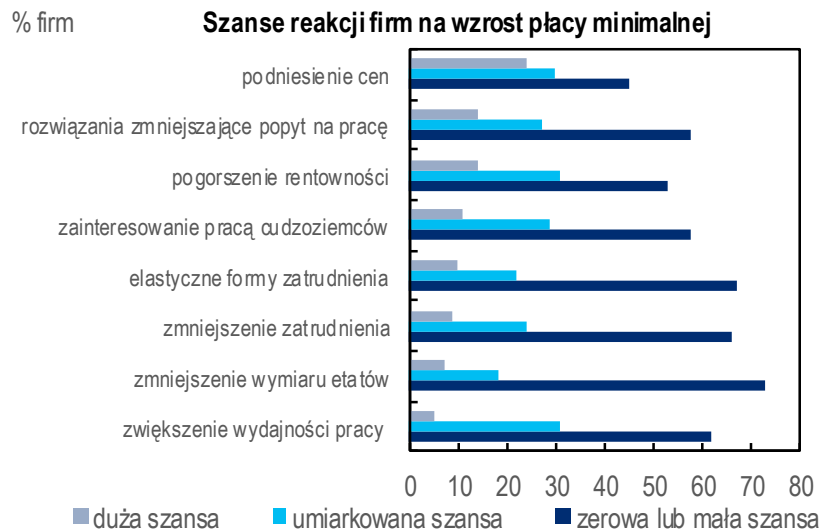
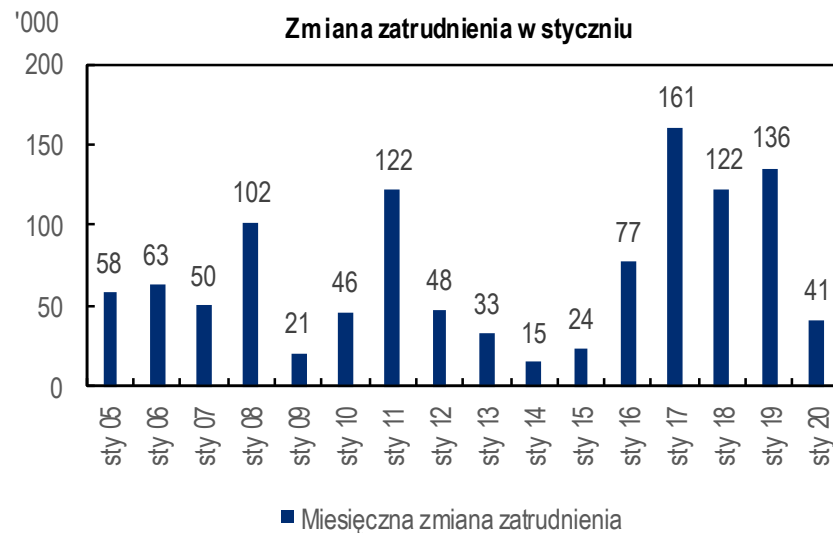
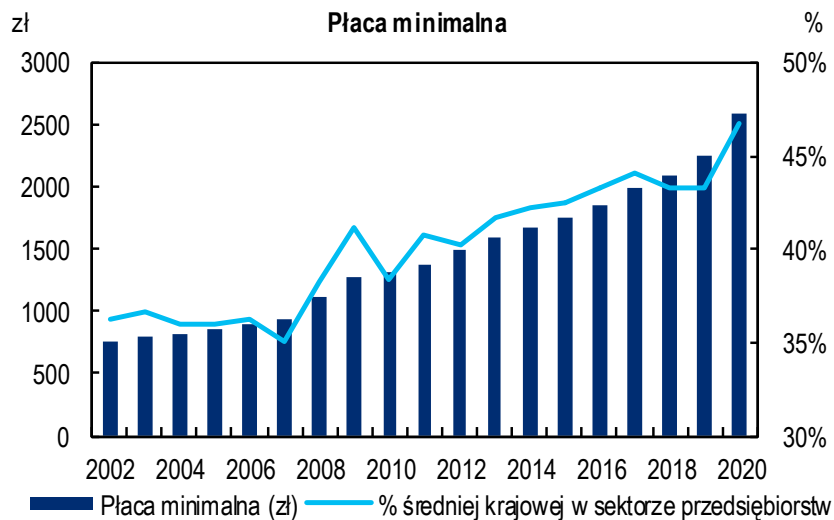
Produkcja (wykresy)



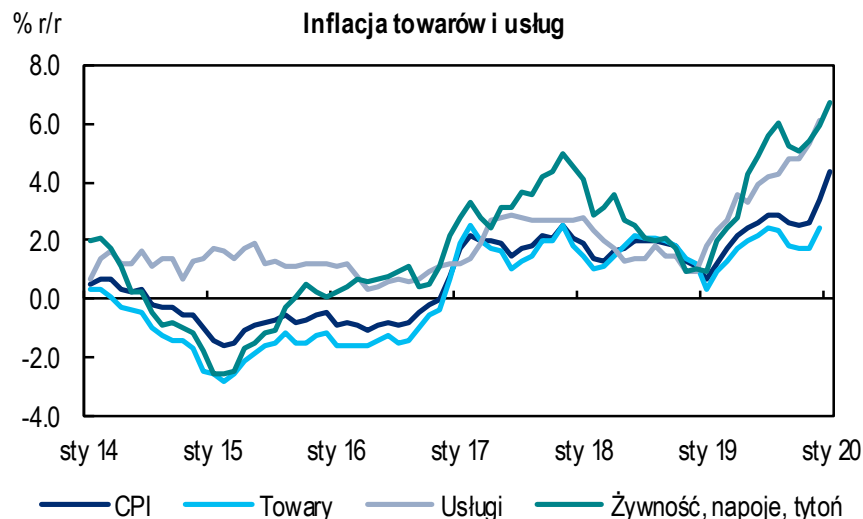
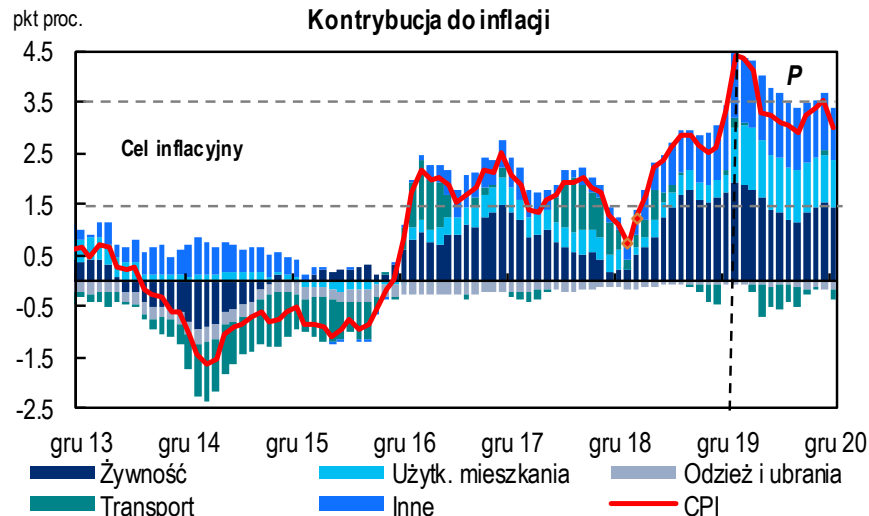
Sprzedaż detaliczna (wykresy)



Rynek pracy (wykresy)



Inflacja poza strefą komfortu



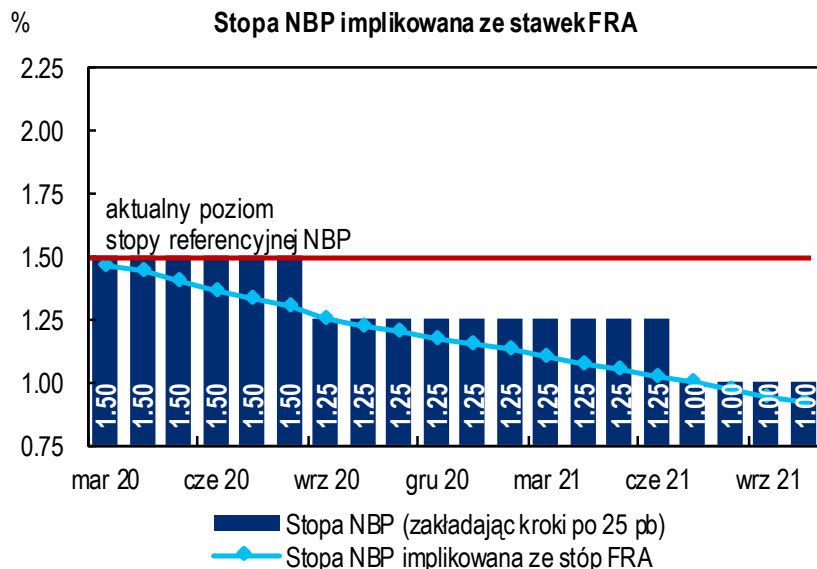
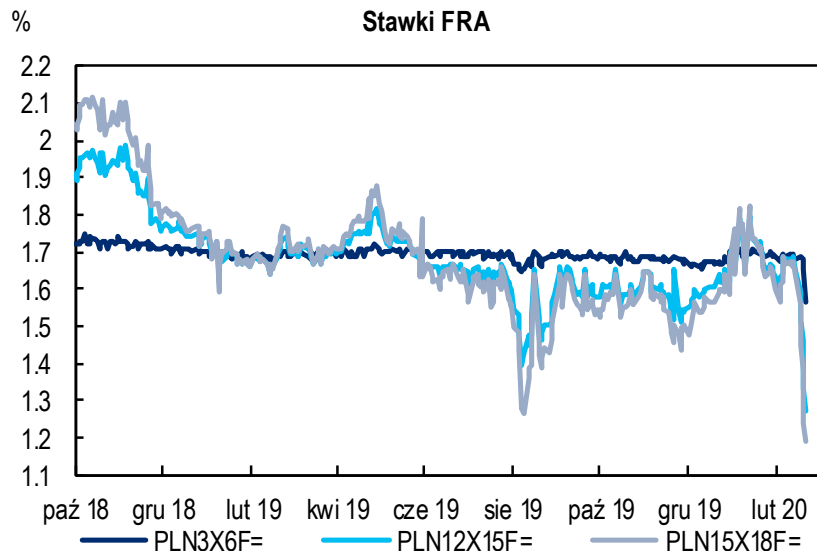
Powyżej czwórki

- Według wstępnych danych GUS inflacja w styczniu osiągnęła 4,4%r/r, wobec 3,4% w grudniu. Tym razem tempo wzrostu cen przekroczyło górną granicę przedziału akceptowalnych wahań wokół celu inflacyjnego (2,5% +/-1 pp).
- Za silny wzrost cen częściowo odpowiadały podwyżki cen żywności oraz zmiany cen kontrolowanych (ceny energii elektrycznej). Choć cząstkowe rozbieżności danych o CPI jeszcze tego nie pokazało, spodziewamy się dalszego wysokiego wzrostu cen usług.

Inflacja w okolicach szczytu, wkrótce spadnie

- Naszym zdaniem inflacja zapewne osiągnęła lub w lutym osiągnie szczyt. W kolejnych miesiącach spodziewamy się stopniowego spadku CPI do około 3% pod koniec roku.
- Do spadku inflacji przyczyniać się będą nie tylko czynniki statystyczne (wysoka baza odniesienia), lecz również spowolnienie gospodarcze oraz wyhamowanie dynamiki konsumpcji. Dotychczasowy spadek cen paliw związany z przypadkami COVID-19 w Chinach również powinien pomóc obniżyć indeks CPI.
- Zagrożeniem inflacyjnym są rosnące ceny żywności, które mogą być dodatkowo napędzane suszą (efekt niskich opadów w zimie).

Stopy procentowe bez zmian



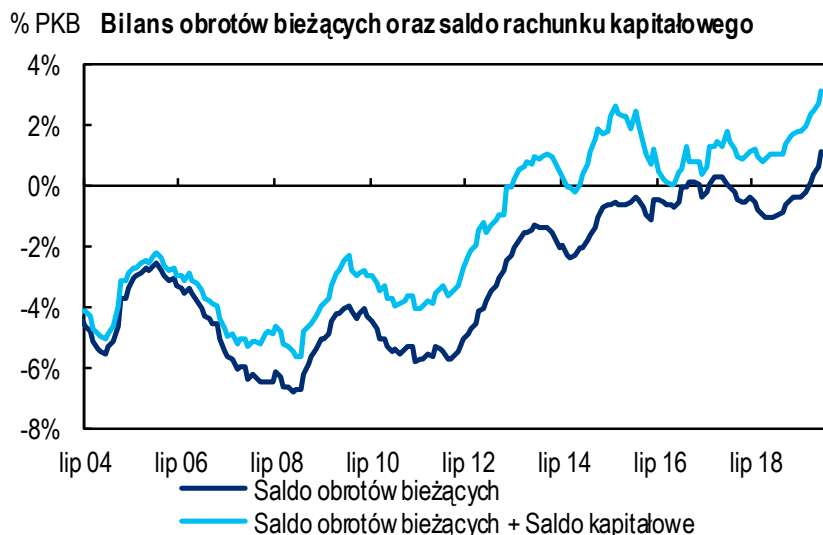
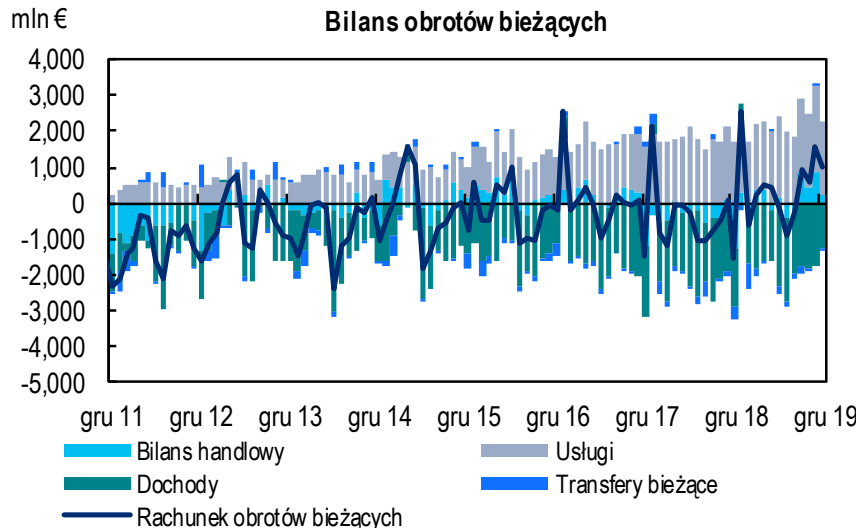
Polaryzacja poglądów

- RPP pozostawiła w lutym stopy procentowe bez zmian pomimo wyraźnego wzrostu inflacji w ostatnich miesiącach. Co więcej, w komunikacie Rady trudno dostrzec jakąkolwiek istotną zmianę retoryki.
- Wyniki głosowań ze stycznia wskazują jednak na polaryzację poglądów w RPP. Trzech spośród dziesięciu członków zagłosowało za podwyżką stóp o 15 pb, a jedna osoba zagłosowała za obniżką o 25 pb. W lutym padł wniosek tylko o obniżkę, jednak nie traktujemy tego jako sygnału osłabienia determinacji „jastrzębi”. Można bowiem przypuszczać, że wniosek o podwyżkę padnie ponownie po publikacji nowej projekcji NBP na początku marca.

Rada ani drgnie

- Pomimo coraz widoczniejszej polaryzacji poglądów, naszym zdaniem w najbliższym czasie szanse na podwyżkę stóp są nikłe. Wypowiedzi prezesa Glapińskiego sugerują, że większość w Radzie traktuje wybiecie inflacji jako zjawisko przejściowe. Nie widać również sygnałów, które mogłyby świadczyć o tym, że liczba jastrzębi w Radzie zwiększa się.
- Biorąc to pod uwagę wciąż oczekujemy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną przez dłuższy czas bez zmian (niewykluczone, że do końca kadencji RPP w 2022 r.). Gdyby jednak stopy miały ulec zmianie, obniżki wydają się bardziej prawdopodobne niż podwyżki.

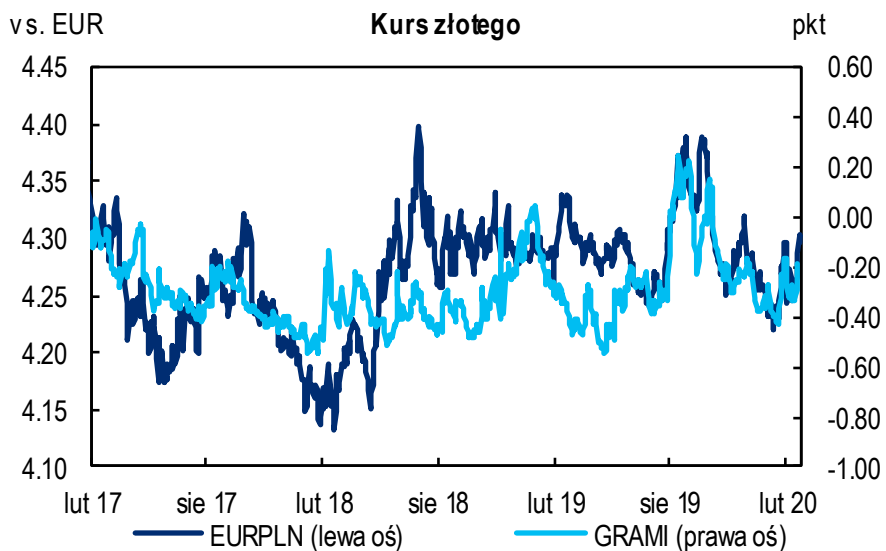
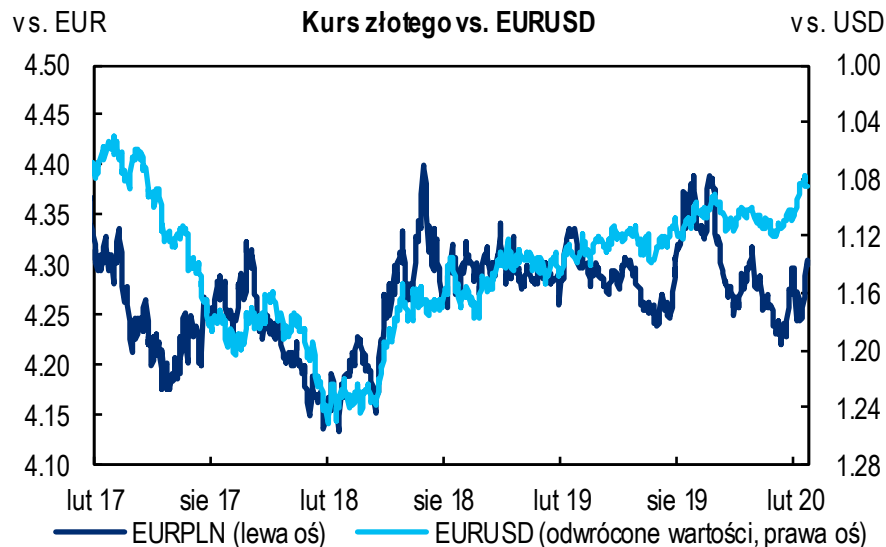
Wysoka nadwyżka w obrotach bieżących jeszcze wzrośnie



Pozytywna niespodzianka w obrotach bieżących

- Bilans obrotów bieżących pogorszył się w grudniu, ale znacznie mniej niż oczekiwano (do 0.99 mld EUR z 1.56 mld EUR, wobec konsensusu ok. -0,5 mld EUR).
- Eksport przyspieszył do 10,6% r/r z -0,2% a import jedynie do 0,8% z -4,1%. Według NBP za słabość importu odpowiadała ropa, przewóz nowych aut, żeliwa i stali. Ponadto znacznej poprawie uległo saldo dochodów pierwotnych przy nieoczekiwanym spadku rozchodów.
- W rezultacie skumulowane saldo za 12 miesięcy najprawdopodobniej uległo poprawie do ok. 1% PKB wobec -1% na koniec 2018 r. W 2020 r. oczekujemy dalszej poprawy.
- Złoty pozostaje stosunkowo słaby, a polscy eksporterzy konkurencyjni, co przekłada się na rosnący udział Polski w imporcie strefy euro. Choć koronawirus może negatywnie wpłynąć na eksport, to trudno oszacować obecnie w jakim stopniu, natomiast z pewnością do niższego importu przyczynią się niższe ceny ropy. W rezultacie bilans handlowy oraz bilans obrotów bieżących prawdopodobnie będą „mocniejsze” niż zakładaliśmy przed kilkoma miesiącami.

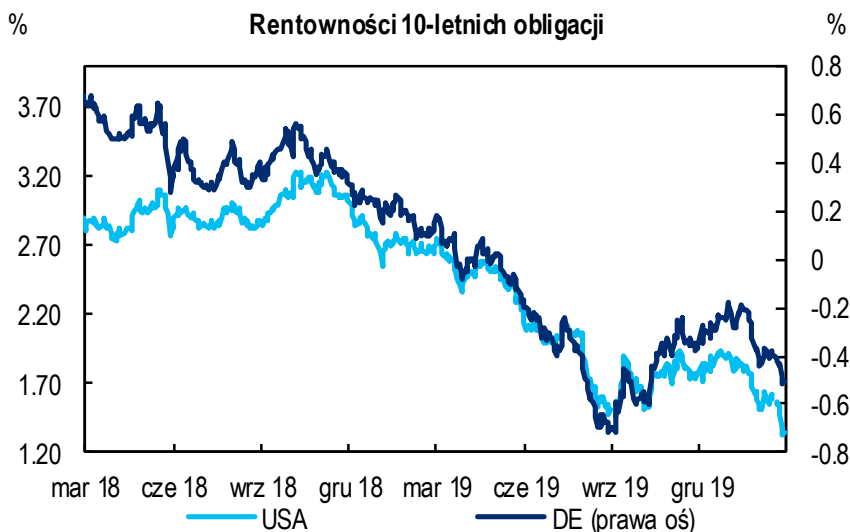
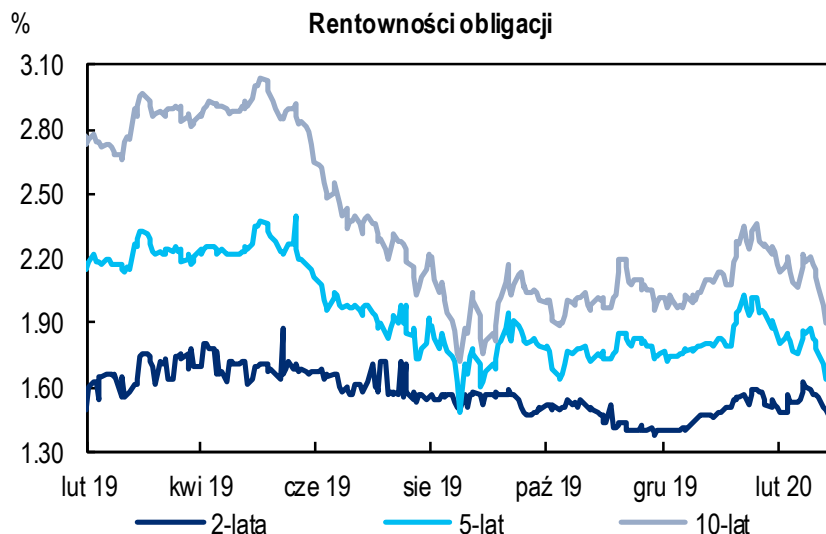
Rynek walutowy



Słabsze nastroje i mocniejszy dolar

- W ostatnim miesiącu złoty tracił na wartości wobec euro w środowisku stopniowego umacniania się dolara na światowych rynkach. Kurs EURUSD obniżył się do ok. 1,08, tj. najniższego poziomu od kwietnia 2017 r. Powyższy spadek szedł w parze z osłabianiem się innych walut gospodarek wschodzących, choć w regionie złoty tracił bardziej niż forint. To z kolei mogło być związane z mniej gołębim tonem węgierskiego banku centralnego. Ponadto w ostatnim miesiącu GUS opublikował słabsze od prognoz dane o PKB.
- Utrzymanie obaw o wpływ koronawirusa na gospodarkę światową i mniejszy apetyt na ryzyko może utrzymywać złotego na słabszych poziomach. Skala wyhamowania polskiej gospodarki może być znacznie głębsza niż przewidywaliśmy jeszcze pod koniec ubiegłego roku. Negatywny wpływ na złotego może mieć także dalszy odpływ inwestorów zagranicznych rynku długu i sytuacja techniczna.
- Korzystny wpływ na złotego może mieć wciąż wysoki bilans obrotów bieżących, który może zmniejszać zmienność złotego i wrażliwość na czynniki zewnętrzne. W dłuższej perspektywie bazowy scenariusz wciąż zakłada umocnienie euro do dolara co powinno sprzyjać także złotemu.

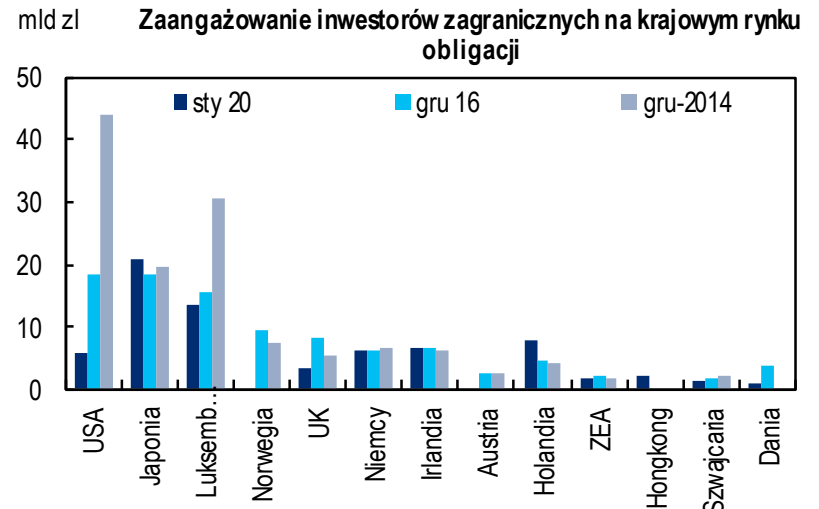
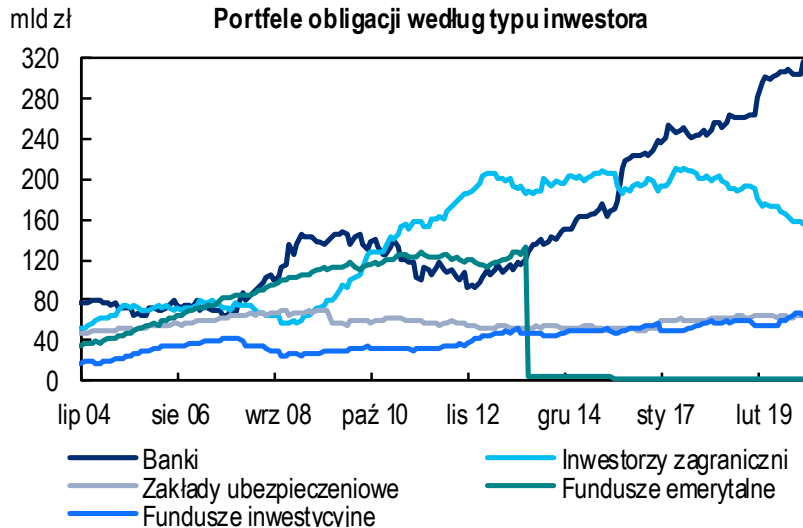
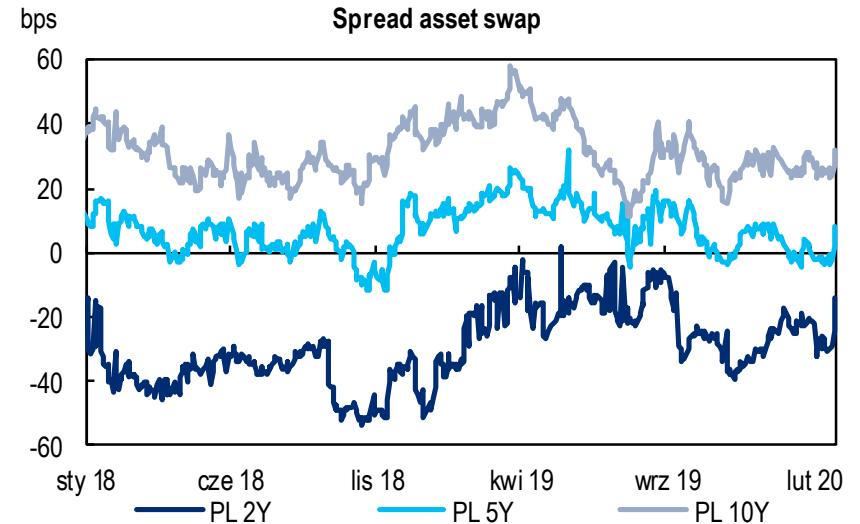
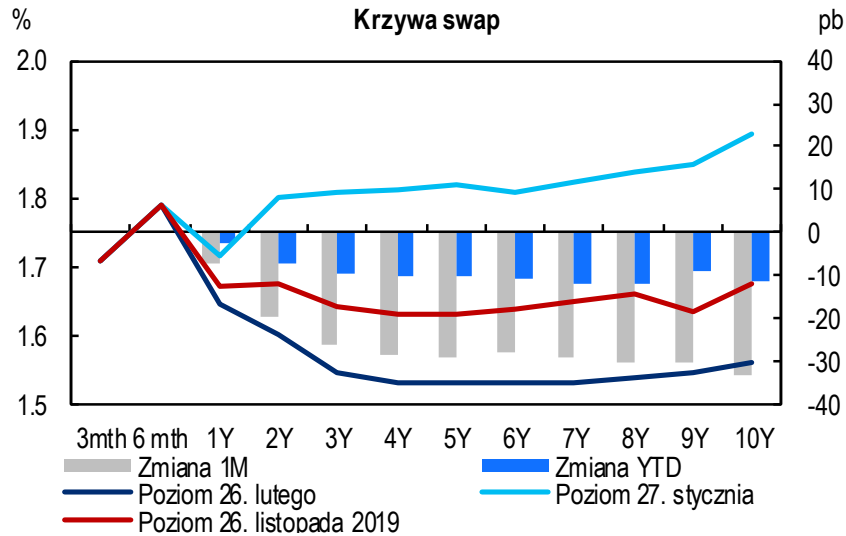
Rynek stopy procentowej



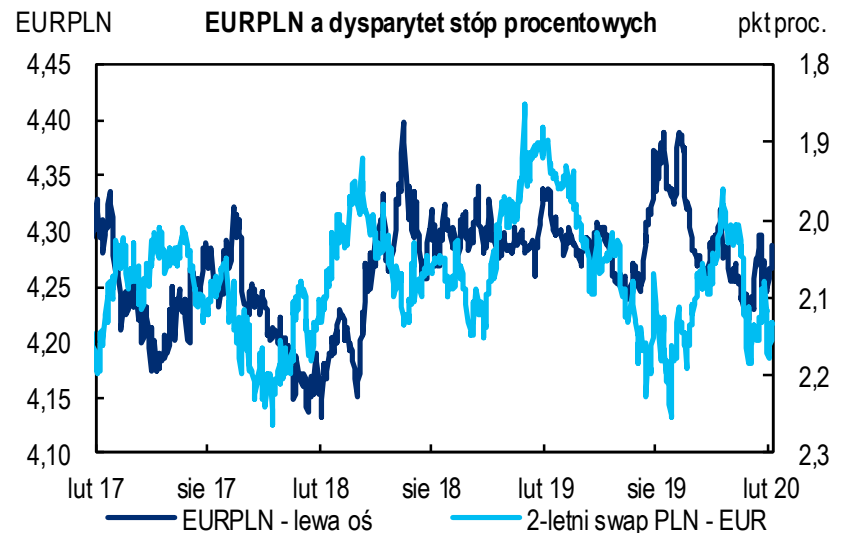
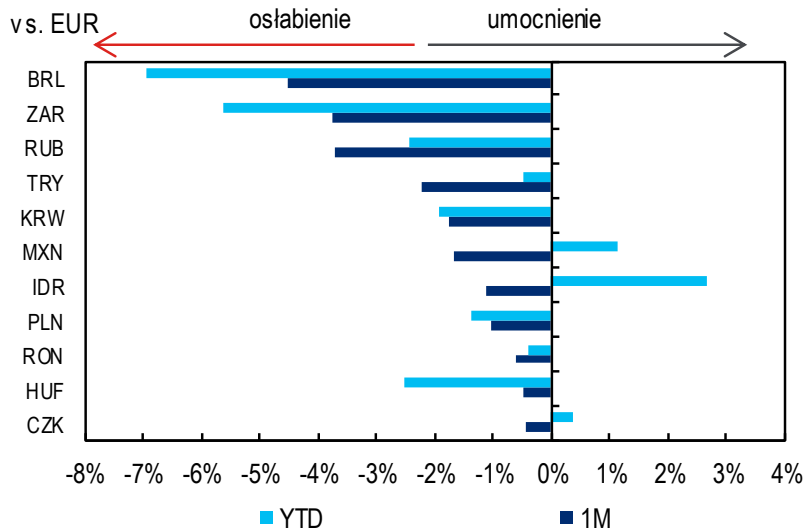
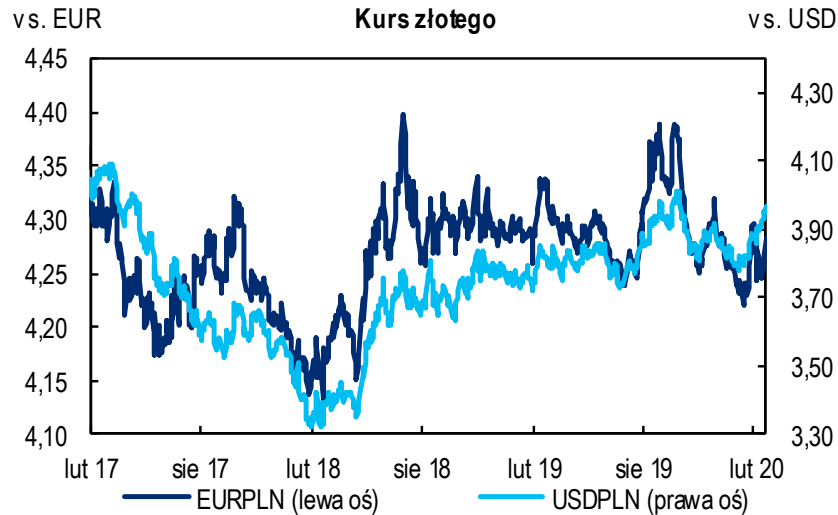
Głębokie spadki stóp rynkowych

- Od połowy stycznia doszło do wyraźnego umocnienia na rynku długu. Na całej krzywej dochodowości rentowności obligacji obniżyły się o 20-30 pb, a krzywa uległa wypłaszczeniu. Stopy swap spadały w podobnej skali. Krótkoterminowe stawki FRA zmieniły się nieznacznie, a obniżały się stawki FRA o dłuższym tenorze.
- Główną przyczyną spadku stóp były rosnące obawy o spowolnienie gospodarcze w kraju i za granicą przy znacznym spadkach rentowności na bazowych rynkach długu. Spadki stóp rynkowych w Polsce miały miejsce mimo kolejnej znacznej niespodzianki inflacyjnej (zaskoczenie o 0,2-0,3 pkt proc. w górę).
- Resort finansów sfinansował już ok. 73% potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok. Po dwóch aukcjach zamiany w marcu najprawdopodobniej emisja netto będzie nieco większa, choć w dalszej części roku powinna być stosunkowo niewielka. Inflacja prawdopodobnie się ustabilizuje blisko styczniowego poziomu a w kolejnych miesiącach zacznie się obniżać. Wciąż oczekujemy dalszego spadku rentowności Treasuries i Bundów.
- Po tym jak inwestorzy zagraniczni zmniejszali swoje portfele w grudniu i całym 2019 r. oczekujemy kontynuacji tej tendencji w 2020 r.

Przegląd rynku stopy procentowej

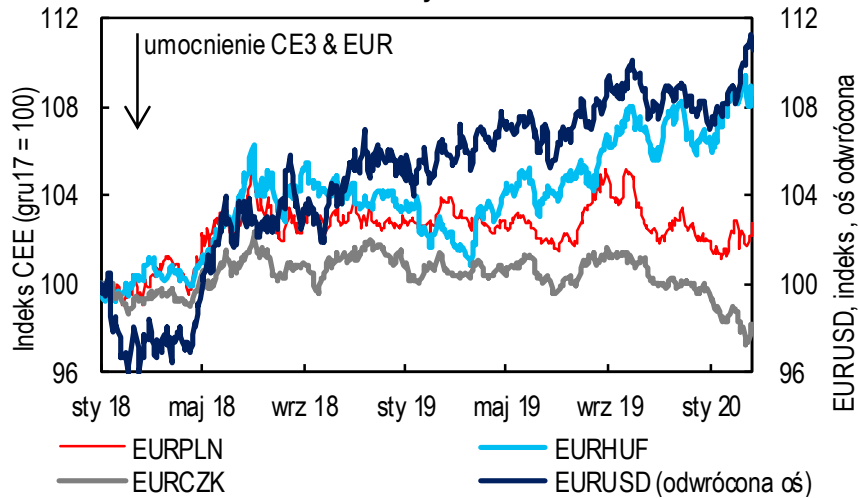


Przegląd rynku walutowego

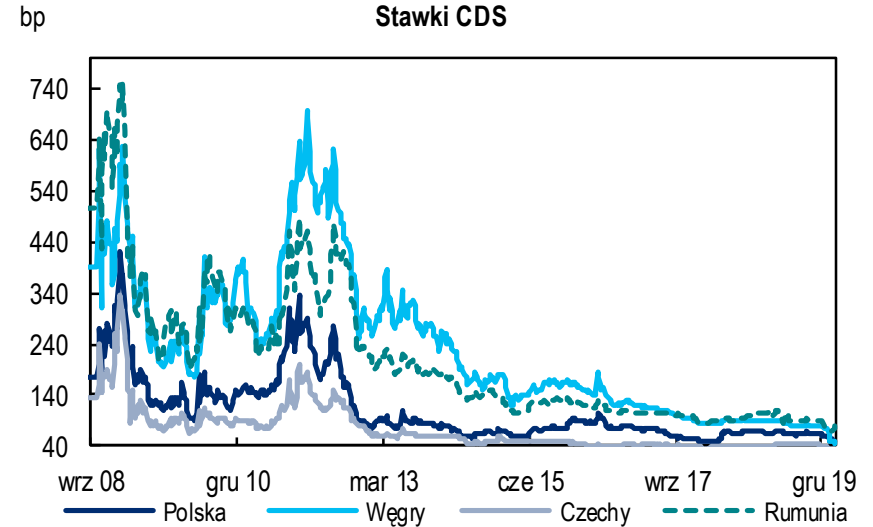


Długoterminowe wskaźniki rynkowe

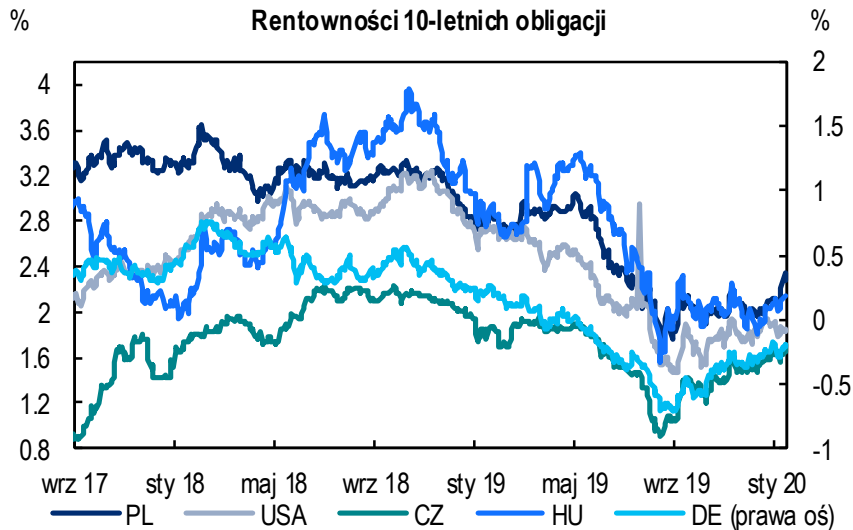
Waluty CEE vs. EUR



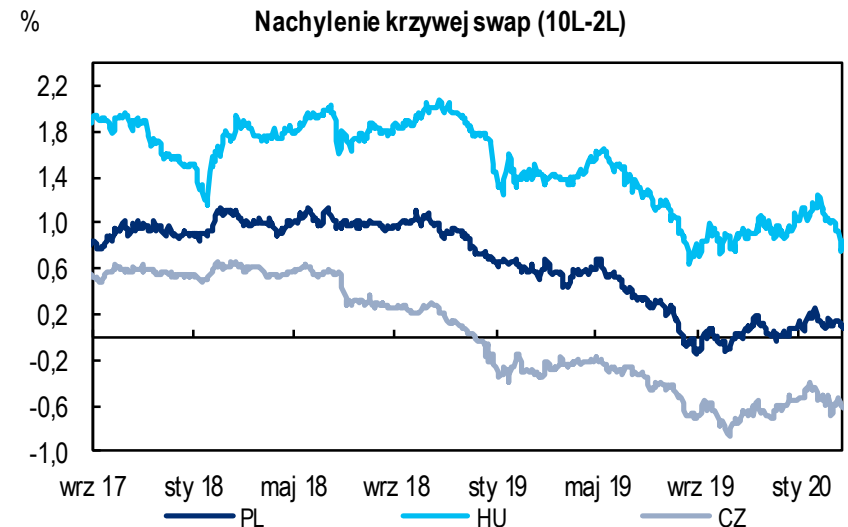
Stawki CDS



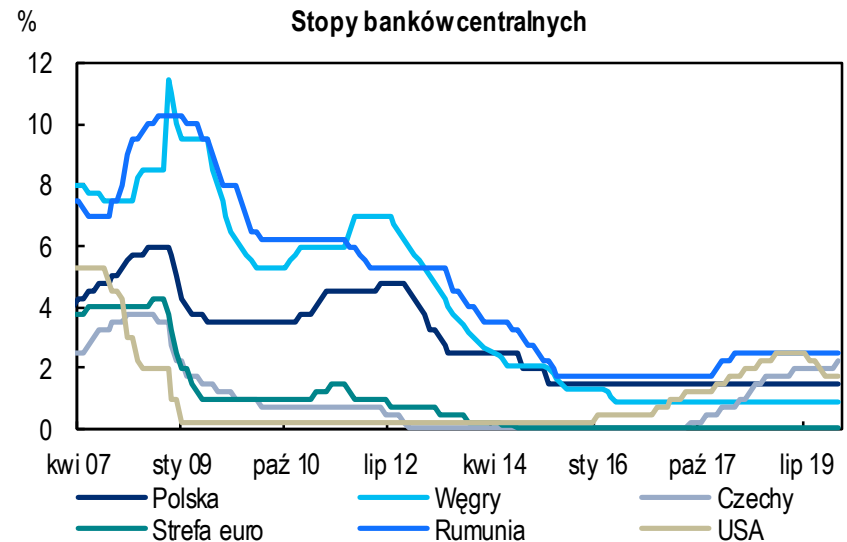
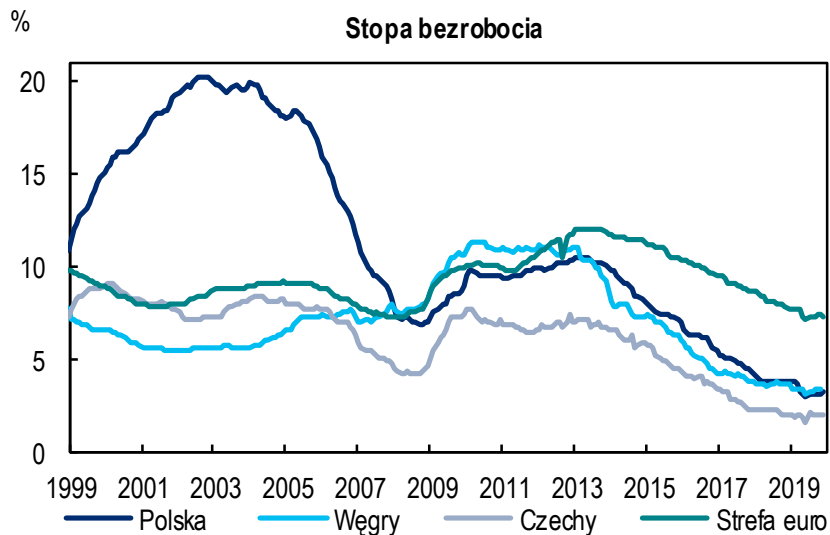
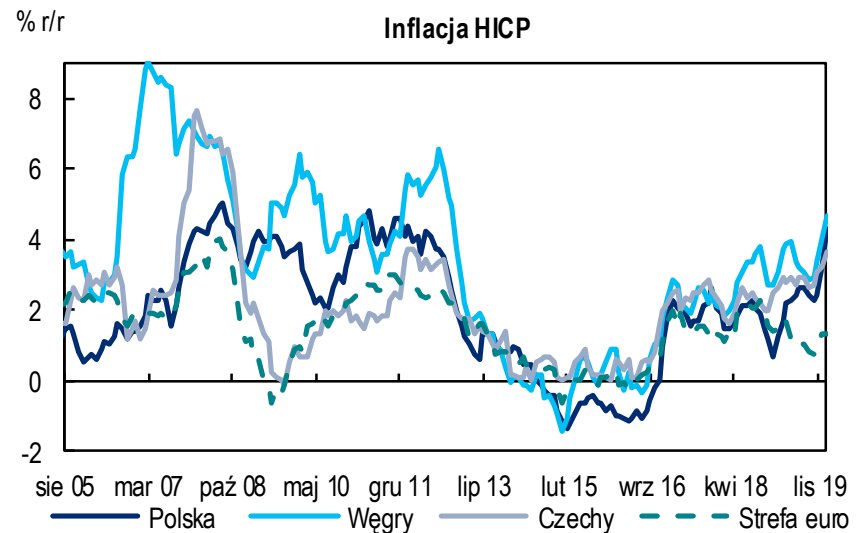
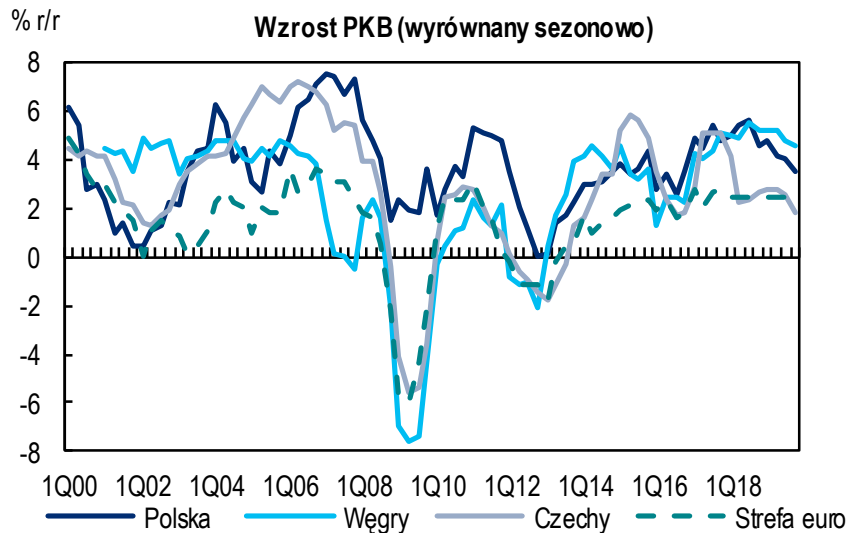
Rentowności 10-letnich obligacji



Nachylenie krzywej swap (10L-2L)



Długoterminowe wskaźniki makroekonomiczne



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2019												2020
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	6,0	6,9	5,5	9,2	7,6	-2,6	5,8	-1,5	5,5	3,7	1,4	3,8	1,1
Produkcja przemysłowa (% m/m)	7,3	-1,5	9,8	-3,6	-0,1	-5,8	2,8	-6,1	10,7	8,0	-5,8	-9,4	4,5
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	5,2	7,0	6,3	9,7	7,7	-3,3	6,6	-1,6	5,8	3,8	0,2	3,8	1,9
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	3,2	15,1	10,8	17,4	9,6	-0,7	6,7	2,6	7,6	-4,0	-4,6	-3,3	6,5
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	5,2	5,6	1,8	11,9	5,6	3,7	5,7	4,4	4,3	4,6	5,2	5,7	3,4
Stopa bezrobocia (%)	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1
Ceny													
Inflacja (% r/r)	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,4
Inflacja (% m/m)	-0,2	0,4	0,3	1,1	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,8	0,9
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	2,2	2,9	2,5	2,6	1,4	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,8
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,2	0,5	0,1	0,4	0,2	-0,5	0,1	0,3	0,4	-0,6	-0,2	0,1	0,1
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	7,5	7,6	5,7	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	2.529	-630	217	542	430	-114	-915	-246	962	573	1.564	990	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0,9	-0,9	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,2	0,4	0,6	1,1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	316	-288	399	334	-189	163	-404	-250	830	427	893	224	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	18700	18522	19822	19473	19585	18104	18954	17301	20018	21757	20398	17220	-
Eksport (% r/r)	5,9	10,5	7,8	9,6	11,5	-2,6	5,9	-1,8	13,5	3,8	-0,2	10,6	-
Import f.o.b. (mln EUR)	18384	18810	19423	19139	19774	17941	19358	17551	19188	21330	19505	16996	-
Import (% r/r)	2,1	8,4	2,8	8,0	11,1	-5,4	6,9	-3,4	6,4	-0,2	-4,1	0,8	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2019												2020
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7,6	9,8	9,9	10,4	9,9	9,3	9,9	9,9	9,4	9,3	9,4	8,3	9,3
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10,7	11,2	11,4	11,8	11,7	11,1	10,9	11,3	11,1	10,2	10,2	9,3	9,1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	2,3	4,9	5,7	8,2	7,5	6,7	8,4	7,2	7,7	9,6	9,2	10,1	13,0
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	6,6	6,5	6,9	6,9	6,1	6,0	6,8	6,8	7,2	6,4	6,3	6,0	6,6
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	7,4	6,8	7,4	6,6	4,2	4,0	4,3	5,2	3,7	2,9	3,8	2,1	2,8
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	1,71	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	1,71	1,71	1,71	1,71
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,37	1,48	1,57	1,61	1,54	1,40	1,19	1,30	1,24	1,06	1,01	1,04	1,16
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,49	1,75	1,69	1,69	1,67	1,62	1,56	1,57	1,52	1,44	1,40	1,49	1,49
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,15	2,33	2,20	2,35	2,11	1,98	1,89	1,68	1,78	1,73	1,75	1,83	1,80
EUR/PLN (koniec okresu)	4,26	4,30	4,30	4,28	4,28	4,24	4,29	4,38	4,37	4,26	4,31	4,26	4,30
USD/PLN (koniec okresu)	3,72	3,79	3,84	3,82	3,83	3,73	3,87	3,98	4,01	3,82	3,91	3,79	3,87
EUR/USD (koniec okresu)	1,14	1,14	1,12	1,12	1,12	1,14	1,11	1,10	1,09	1,12	1,10	1,12	1,11
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-6,6	0,8	4,5	0,1	2,2	5,0	4,8	2,0	1,8	3,2	1,9	13,7	
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-23,1%	2,8%	15,7%	0,3%	7,6%	17,7%	16,8%	4,8%	4,3%	7,7%	4,5%	32,9%	

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	583	627	692
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.237	2.349	2.484
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.262	15.164	16.360	18.080
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	2,8	3,4
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,9	6,9	-0,1	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	3,4	3,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,3	3,9	3,2	3,4
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	2,9	6,2
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	2,3	6,4
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	3,0	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,5	2,7
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	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	1,71	1,71
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,03	1,90	2,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,80	3,66	3,54
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,84	3,78	3,61
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,26	4,25	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,27	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	-5,9	6,6	8,0	7,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	1,1	1,3	1,0
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	2,7	5,5	6,1
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	257,2	271,5	300,4
Import	215,0	188,6	193,2	226,6	260,1	254,5	266,1	294,4
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	27,2	26,4	26,9
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-21,4	-21,6	-22,7
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	-0,8	-1,3	-2,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,1	0,6	0,1	-0,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	44,9	44,7	43,5

Prognozy długoterminowe

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,1	2,8	3,4	3,2	2,7	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	2,3	3,5	2,7	2,3	2,3	2,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,8	1,1	0,9	1,1	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	3,66	3,54	3,40	3,23	3,10
USD/PLN (Średnia)	3,84	3,78	3,61	3,47	3,29	3,16
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,25	4,25	4,25	4,23	4,21
EUR/PLN (Średnia)	4,30	4,27	4,25	4,25	4,25	4,22

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)	3,2	3,0	2,3	2,7	3,3	3,2	3,4	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	3,2
Konsumpcja indywidualna (r/r, realnie)	3,3	3,1	2,7	3,3	3,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inwestycje (r/r, realnie)	4,9	2,0	-1,5	-0,5	0,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja CPI (r/r)	2,8	4,3	3,2	3,1	3,3	2,4	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6
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)	1,71	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	4,29	4,27	4,26	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
USD/PLN (koniec okresu)	3,79	3,86	3,78	3,70	3,66	3,63	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.