

CitiMonthly

Rok wyższych płac

- Zgodnie z coroczną tradycją, w poniższym raporcie podsumowujemy nasze oczekiwania dotyczące nadchodzącego roku.
- Dostępne dane potwierdzają, że polska gospodarka weszła w fazę ekonomicznego bumu. Naszym zdaniem błędem byłoby jednak zakładanie, że kolejne kwartały mogą przynieść porównywalne wzrosty PKB do tych notowanych w III kw. Niemniej pomimo przewidywanego przez nas spowolnienia, wzrost w 2018 roku powinien pozostać na wysokim poziomie.
- Trudno dostrzec czynniki, które miałyby powstrzymać narastanie żądań płacowych. Popyt na pracowników dynamicznie rośnie, podczas gdy liczba osób w wieku produkcyjnym spada, a oczekiwania inflacyjne najprawdopodobniej zwiększają się. Po to aby zaktywizować osoby pozostające poza rynkiem pracy konieczne będą podwyżki wynagrodzeń. W niektórych branżach możliwe są nawet dwucyfrowe podwyżki płac.
- Zaskakująco wielu uczestników rynku jest przekonanych, że inflacja w Polsce jest obecnie mniej wrażliwa na wzrost gospodarczy niż w przeszłości. Nie podzielamy tego poglądu. Naszym zdaniem trudno znaleźć jednoznaczne dowody wskazujące na wypłaszczenie krzywej Phillipsa, a wręcz można pokazać, że nachylenie tej krzywej zwiększyło się. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się istotnego wzrostu inflacji bazowej w 2018 r.
- Rada Polityki Pieniężnej widocznie preferuje scenariusz utrzymywania stóp procentowych bez zmian. W horyzoncie najbliższych miesięcy ta postawa nie ulegnie zmianie, jednak z czasem „jastrzębie” głosy mogą stawać się lepiej słyszalne. W połowie roku projekcje NBP prawdopodobnie pokażą, że bez podwyżek stóp procentowych inflacja mogłaby sięgnąć nawet około 3,5%. W takim scenariuszu RPP mogłaby zacząć cykl podwyżek już we wrześniu 2018 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

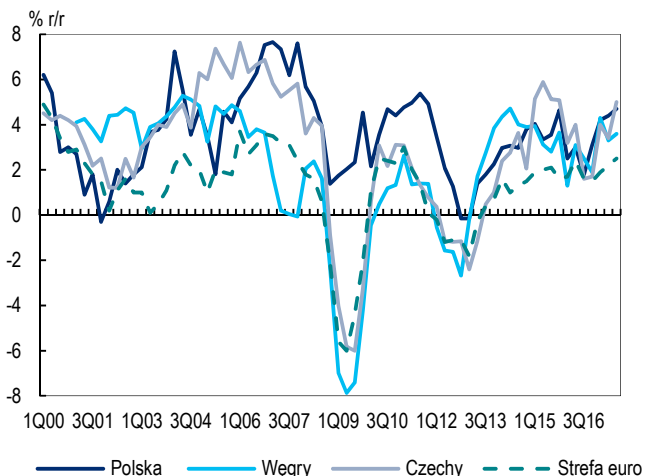
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

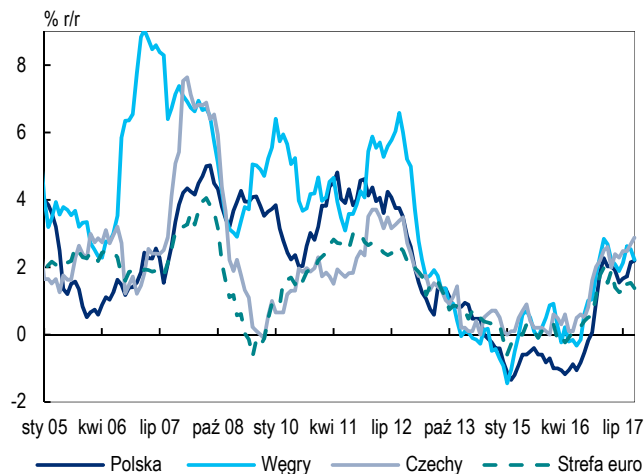
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



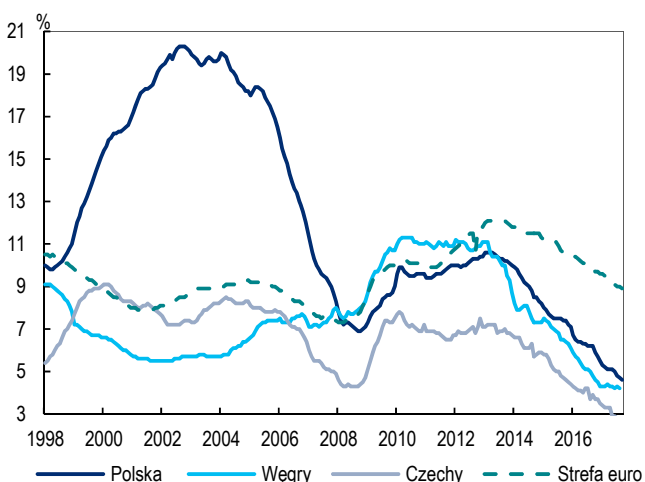
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



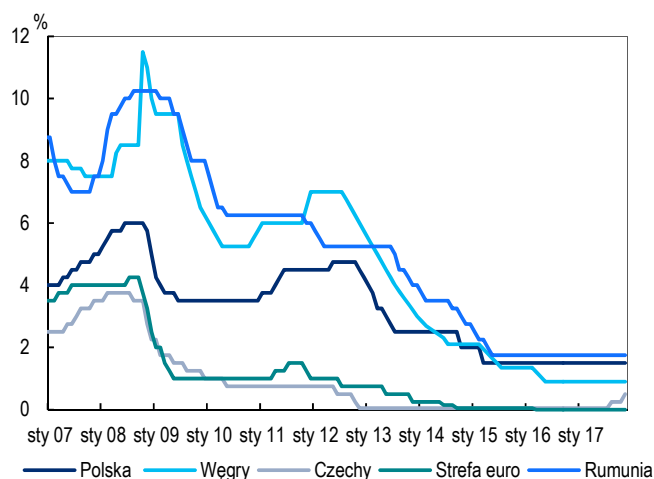
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



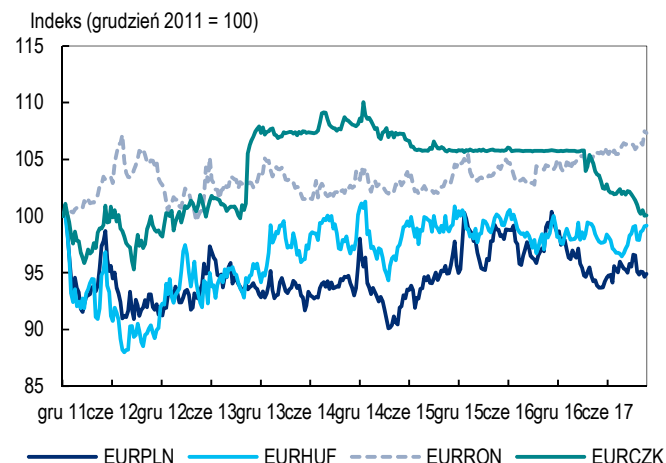
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



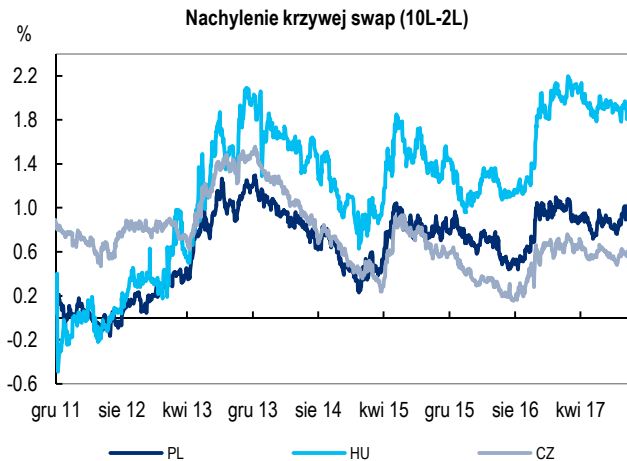
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Gospodarka w 2018 r.

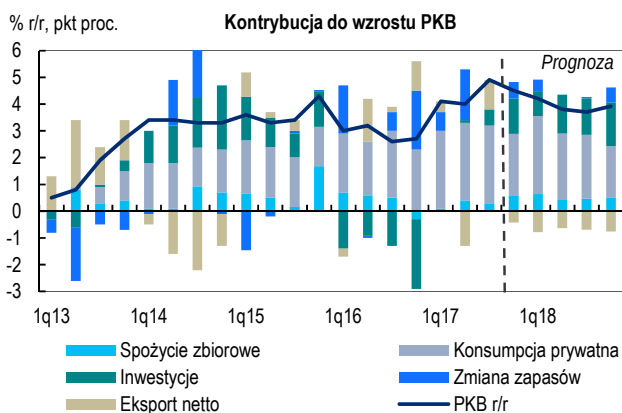
Rozgrzana do czerwoności

- Rok 2018 będzie zapewne kolejnym rokiem ze wzrostem znacznie przekraczającym potencjał polskiej gospodarki. Dynamika PKB będzie co prawda wyhamowywać, jednak pozostanie na wysokim poziomie.
- Spodziewamy się dalszego wzmocnienia presji płacowej i podwyżek płac średniorocznie o 7-8%, a w niektórych branżach w tempie dwucyfrowym.
- Inflacja bazowa rośnie i trend ten powinien być kontynuowany w 2018 r. Ryzyko inflacyjne może być obecnie niedoceniane.

Bezbolesne hamowanie

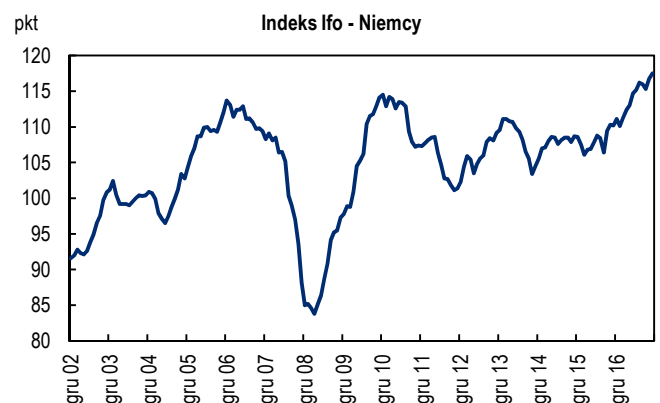
Gospodarka wchodzi w 2018 rok rozpędzona, ale kwartalne wzrosty mają swój szczyt już za sobą. PKB w III kwartale wzrósł o 4,9% r/r, a po oczyszczeniu z efektów związanych z liczbą dni roboczych nawet o 5,2%, znacznie przekraczając oczekiwania rynkowe. Choć nasza prognoza zakłada spowolnienie w 2018 roku, wzrost i tak powinien pozostać na bardzo wysokich poziomach (3,9%, wobec 4,4% w całym 2017 r.). Polska gospodarka jest obecnie w fazie silnego bumy, wspieranego dodatkowo wyjątkowo mocnym – jak na ostatnie lata –żywieniem w strefie euro. Okresy bumy rządzą się swoimi prawami i jeżeli doświadczenia z przeszłości mówią nam coś o teraźniejszości, w krótkim okresie możliwe są wzrosty wyraźnie przekraczające potencjał gospodarki. Co więcej, pozytywne niespodzianki są bardziej prawdopodobne niż negatywne niespodzianki.

Wykres 7. Wzrost gospodarczy będzie stopniowo zwalniać, jednak pozostanie na poziomie zbliżonym do 4%



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 8. Wzrost w Polsce to również zasługa wyjątkowej koniunktury w Niemczech, systematycznie poprawiającej się od końca 2016 roku



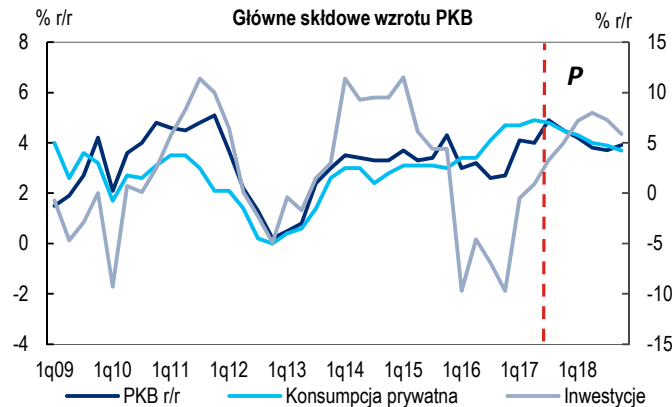
Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

W 2018 roku zmieni się nieco struktura wzrostu PKB - spodziewamy się obniżenia dynamiki konsumpcji oraz jednocześnie szybszego wzrostu inwestycji. Program 500+ wchodził w życie w II kw. 2016 roku, jednak jego wpływ na konsumpcję uwiódł się dopiero w III i IV

kwartale. Biorąc to pod uwagę, dynamika konsumpcji w kolejnych kwartałach powinna wyhamować w porównaniu z niemal 5% wzrostem notowanym w I połowie 2017 roku. Niemniej szybszy wzrost wynagrodzeń (por. strona 5) będzie podtrzymywać wydatki gospodarstw na relatywnie wysokim poziomie i dlatego spodziewamy się, że spożycie w 2018 roku wzrośnie o około 4% r/r. Do osiągnięcia takiego wyniku wystarczy aby dynamika konsumpcji w ujęciu kwartalnym oscylowała w przyszłym roku w pobliżu 0,9% kw/kw, co wydaje się niezbyt wygórowanym oczekiwaniem, biorąc pod uwagę sytuację na rynku pracy. Jedyny powód dla którego nie prognozujemy szybszego (realnego) wzrostu konsumpcji to wzrost inflacji, którego się spodziewamy w 2018 roku.

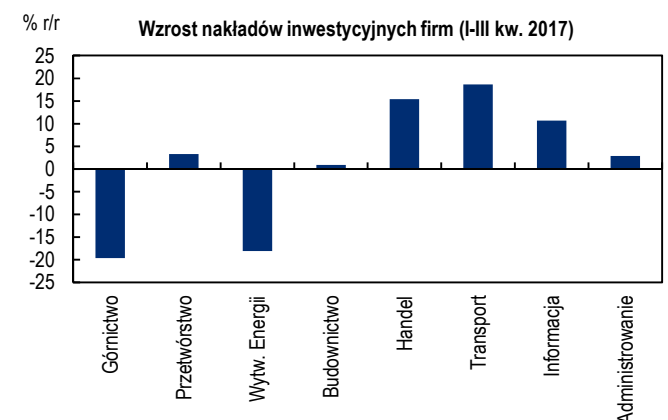
W przypadku inwestycji dane za III kwartał potwierdziły, że proces wychodzenia z inwestycyjnego „dołka” rozpoczął się na dobre. Na tym etapie jednak jest to głównie zasługa sektora publicznego, podczas gdy nakłady sektora prywatnego pozostają rozczarowujące. Warto jednak zwrócić uwagę, że słabość inwestycji przedsiębiorstw jest związana z kilkoma specyficznymi branżami, w tym z górnictwem oraz wytwarzaniem i zaopatrywaniem w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę. Jednocześnie inwestycje w bardziej „rynkowych” branżach (tj. o mniejszym wpływie sektora publicznego) dają mniej powodów do rozczarowań (wykres 10).

Wykres 9. Konsumpcja będzie stopniowo wyhamowywać w miarę wygasania wpływu programu 500+



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 10. Inwestycje w sektorach „rynkowych” stopniowo rosną



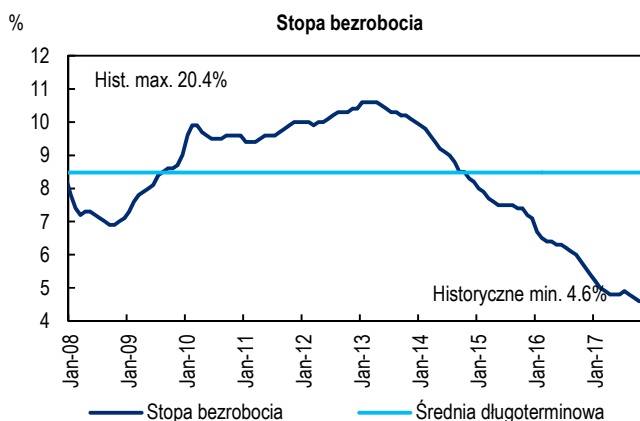
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Dotychczasowe ożywienie inwestycyjne było na tyle rachityczne, że skłania do dużej ostrożności w prognozowaniu 2018 roku. Niepewność dotycząca zmieniającego się otoczenia prawno-regulacyjnego oraz zyskujące na znaczeniu trudności ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników mogą negatywnie odbijać się na skłonności firm do inwestycji. Niemniej napływ środków unijnych, bardzo wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych oraz widoczne wreszcie silne ożywienie w strefie euro powinny z czasem przeważyć. Biorąc to wszystko pod uwagę w naszych prognozach spodziewamy się około 7% wzrostu inwestycji w przyszłym roku. Jest to scenariusz relatywnie ostrożny – przy większym od zakładanego odbiciu inwestycji w sektorze prywatnym, nakłady w całej gospodarce mogłyby rosnać o około 9-10%.

Biorąc pod uwagę mieszankę wciąż wysokiego wzrostu konsumpcji i przyspieszających inwestycji, spodziewamy się, że w 2018 roku

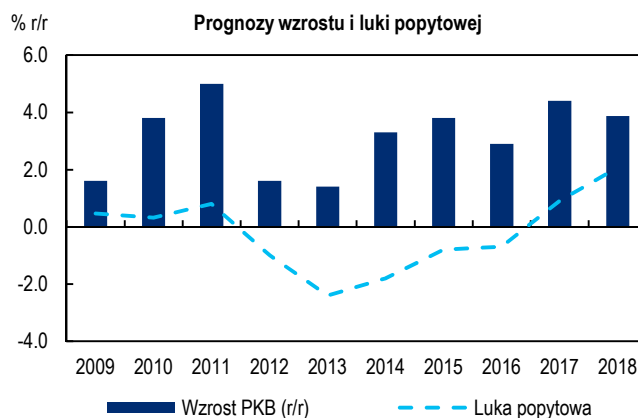
import wyraźnie przyspieszy. Jednym z powodów zaskakująco silnego wzrostu gospodarczego w III kw. br. był dodatni wkład handlu zagranicznego do PKB, który częściowo był związany ze wzrostem eksportu, a częściowo z zaskakująco słabym importem (zaledwie 5,7% r/r). Wy tłumaczeniem tego zjawiska może być redukcja zapasów przez firmy – słaby wzrost importu był możliwy, gdyż firmy wykorzystywały zbudowane wcześniej zapasy. W kolejnych kwartałach jednak import najprawdopodobniej przyspieszy, a przez to wkład handlu zagranicznego w 2018 roku powinien okazać się ujemny. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że w całym roku wzrost PKB wyniesie około 3,9% r/r. Będzie to wynik niższy niż szacowane 4,4% w roku bieżącym, jednak wciąż bardzo wysoki, generujący napięcia w rozgrzanej do czerwoności gospodarce.

Wykres 11. Już czteroletni trend spadkowy bezrobocia – jak na razie – nie ma końca



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 12. Wysoki wzrost gospodarczy sprawia, że luka popytowa będzie rosła, a wraz z nią presja cenowa



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy na podstawie filtru HP

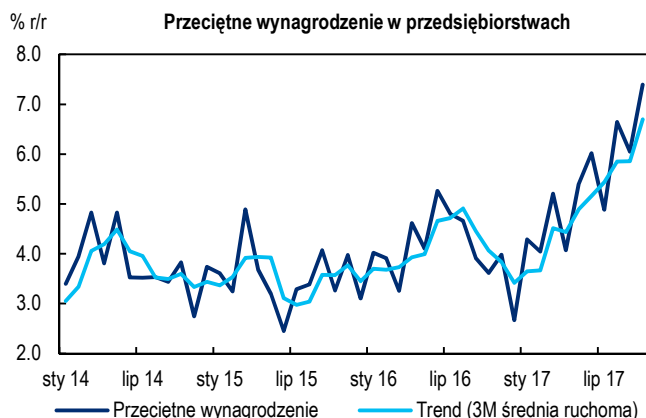
Czy zobaczymy dwucyfrowe wzrosty płac?

Jednym z poważnych zagrożeń jest możliwość bardzo szybkiego wzrostu wynagrodzeń. W latach 2014-2016 płace w sektorze przedsiębiorstw rosły wyjątkowo stabilnie w tempie około 3,5-4% r/r, jednak od początku 2017 r. dynamika wynagrodzeń weszła na nowe, znacznie wyższe poziomy. Co więcej, przyspieszenie nie jest ograniczone do jednej branży, lecz ma charakter powszechnych podwyżek płac. O ile jeszcze na początku roku nasza prognoza 6% wzrostu płac w całym 2017 r. wydawała się wyjątkowo optymistyczna, ostatnie dane pokazują, że do jej realizacji bardzo niewiele zabraknie. Co więcej, bliższe spojrzenie na rynek pracy pokazuje, że trend ten będzie zapewne kontynuowany w najbliższym roku.

Problemem jest spadająca podaż pracowników, przy szybko rosnącym popycie. W 2018 roku liczba osób w wieku produkcyjnym może zmniejszyć się o około 100 tys. osób, co obniżyłoby populację osób w tym wieku o około 0,3%. Dodatkowo ze względu na obniżenie wieku emerytalnego od października 2017 r. należy spodziewać się spadku aktywności osób w wieku 60/65+, co będzie wiązać się z odpływem przynajmniej 100 tys. pracowników (zakładając, że znaczna część z ponad 300 tys. osób składających wnioski o emeryturę i tak nie pracowała, a część osób powróci na rynek pracy). Procesy te dzieją się w gospodarce rosnącej w tempie 4-5%, w której w naturalny sposób zwiększa się

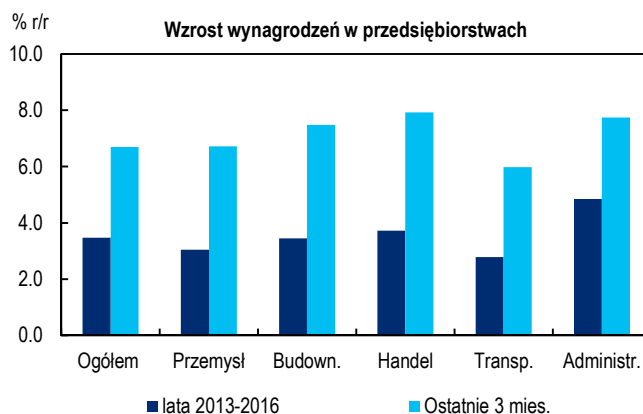
zapotrzebowanie na pracowników. Dla przykładu, w ciągu ostatnich czterech kwartałów liczba osób pracujących zwiększyła się o ponad 200 tys. osób, co odzwierciedla rosnący popyt na pracowników. Ponadto, wzrost utrzymuje się powyżej potencjału praktycznie od czterech lat, co sprawia, że łatwo dostępne rezerwy siły roboczej zostały już wykorzystane. Według danych BAEL liczba bezrobotnych w III kw. wyniosła 818 tys. osób, podczas gdy w 2013 roku bezrobotnych było około 1,8 mln.

Wykres 13. Od początku roku żądania płacowe narastają i na razie nie zapowiada odwrócenia trendu



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 14. W ostatnich miesiącach dynamika płac podwoiła się w stosunku do poziomu z poprzednich lat w niemal wszystkich branżach



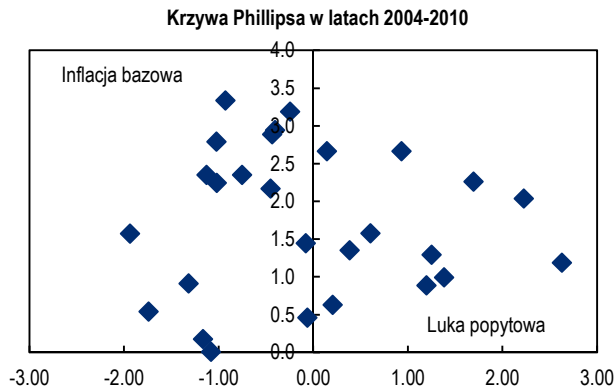
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Brak pracowników może być przeszkodą dla realizacji niektórych dużych projektów inwestycyjnych oraz dla planów zwiększania produkcji. Liczne w ostatnich miesiącach doniesienia o nierozstrzygniętych przetargach sugerują między innymi, że sytuacja na rynku pracy zmusza firmy startujące w przetargach do podnoszenia cen do poziomów nieakceptowalnych dla podmiotów planujących inwestycje. W rezultacie część projektów nie dochodzi do skutku. Taka sytuacja mogłaby być akceptowana w przypadku słabego wzrostu lub spowolnienia gospodarczego. Niemniej w okresie bumu firmy będą zdeterminowane aby zrealizować inwestycje i zwiększać potencjał produkcyjny (w tym celu będą starać się zatrzymać odpowiednich pracowników lub zaktywizować osoby dotychczas pozostające poza rynkiem pracy). Niezbędnym elementem tego dostosowania są podwyżki wynagrodzeń, które zresztą zaczęły się uwidaczniać od początku bieżącego roku. Spoglądając na wykresy 13-14, trudno zignorować wyraźną zmianę trendu. Spodziewamy się, że w 2018 roku wzrosty wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyniosą 7-8% r/r, co oznaczałoby 3,5-4,5% wzrost jednostkowych kosztów pracy. W przypadku firm działających w budownictwie, hotelarstwie, handlu lub administrowaniu, podwyżki wynagrodzeń mogą być dwucyfrowe.

Jedno z kluczowych pytań – z punktu widzenia inwestorów – dotyczy tego, w jakim stopniu dynamiczny wzrost gospodarczy i wzrost płac przełożą się na inflację. Długi okres deflacji lub niskiej inflacji w Polsce sprawił, że wielu analityków i inwestorów wręcz wątpi w możliwość przyspieszenia cen. Rzeczywistość uległa jednak dużej zmianie w porównaniu z deflacyjnymi latami 2014-2016. Otoczenie zewnętrzne nie jest już deflacyjne, gospodarka europejska rośnie w tempie zbliżonym do 3% r/r, a inflacja w strefie euro oscyluje w pobliżu 1,5% r/r i to pomimo relatywnie silnego euro. W Polsce wzrost nie tylko utrzymuje się powyżej potencjału, lecz osiągnął poziomy nie notowane od lat i wskazujące na

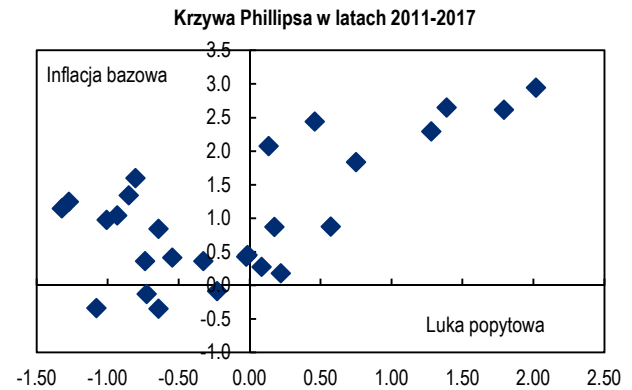
ryzyko przegrzania się gospodarki. Napięcia na rynku pracy dodatkowo zwiększają to zagrożenie. Dlatego przekładanie zachowania inflacji z lat 2014-2016 na rok 2018 wydaje się nieuzasadnione.

Wykres 15. Związek między inflacją bazową i luką popytową rzeczywiście był w przeszłości słaby...



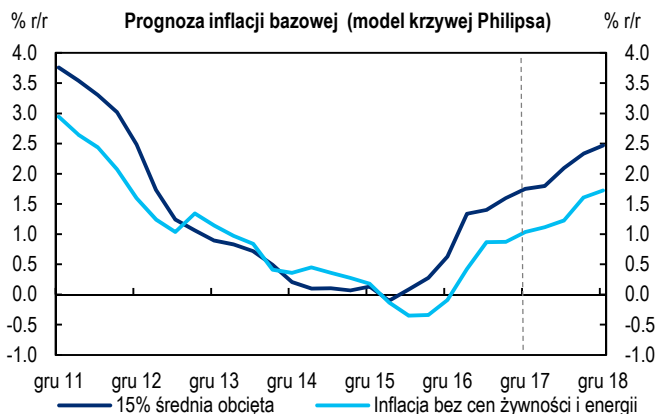
Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych GUS

Wykres 16. ... jednak w ostatnich latach krzywa Phillipsa wydaje się bardziej, a nie mniej stroma



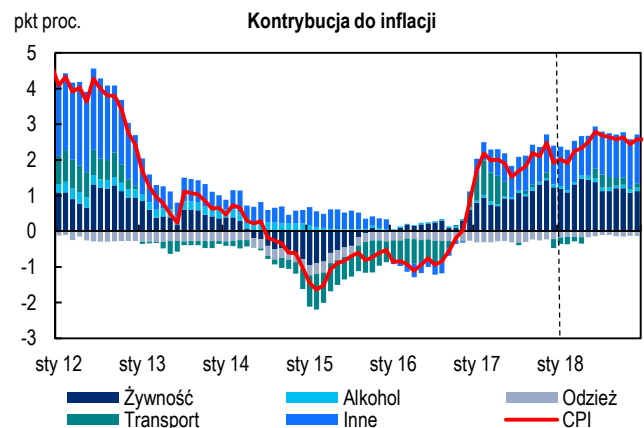
Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych GUS

Wykres 17. Rozszerzająca się luka popytowa przyczyni się do wzrostu inflacji bazowej



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 18. Oczekujemy wzrostu inflacji CPI powyżej celu RPP



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych GUS

Częsty argument podnoszony przez inwestorów dotyczy tego, że inflacja stała się mniej wrażliwa na wzrost gospodarczy lub sytuację na rynku pracy (krzywa Phillipsa uległa wypłaszczeniu). Zgodnie z tą argumentacją spadek bezrobocia do bardzo niskiego poziomu nie powinien windować inflacji. Niemniej w praktyce krzywa Phillipsa w Polsce nie tylko nie wypłaszczyła się, lecz wydaje się bardziej stroma niż w przeszłości (wykresy 15-16). Oznacza to, że dynamiczny wzrost gospodarczy oraz spadek bezrobocia wciąż będą mieć wpływ na inflację bazową i wpływ ten wcale nie musi być mniejszy niż w przeszłości¹. Wykres 17 pokazuje nasze prognozy inflacji bazowej (15% średnia obciążona oraz inflacja netto) na podstawie modelu krzywej Phillipsa, uwzględniającego oprócz luki popytowej oraz kursu walutowego również opóźnioną inflację bazową

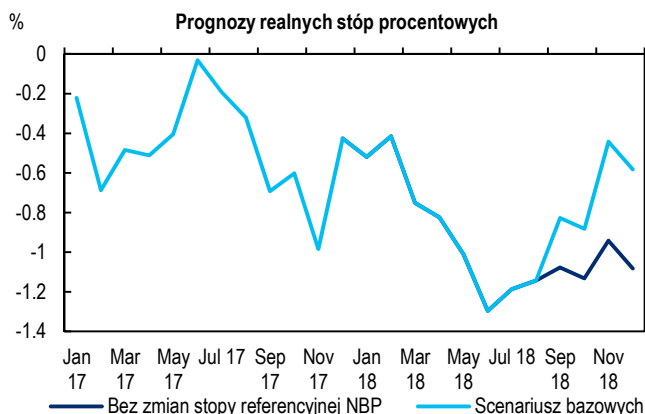
¹ Nachylenie krzywej Phillipsa, a więc wrażliwość inflacji na zmiany aktywności gospodarczej, można mierzyć na wiele sposobów. W zależności od przyjętej metody i okresu analizy wnioski mogą się różnić. Jesteśmy tego świadomi ale powyższe argumenty potwierdzają tylko, że „wypłaszczenie” krzywej Phillipsa jest mniej oczywiste niż by się mogło powszechnie wydawać. Z tego powodu nie powinien to być argument przemawiający za ignorowaniem roli rosnącej luki popytowej w procesach inflacyjnych.

(przybliżenie oczekiwań inflacyjnych). Nasz model przewiduje wyraźny wzrost inflacji bazowej w przeciągu roku, a biorąc pod uwagę nagromadzenie czynników proinflacyjnych w krótkim okresie, naszym zdaniem ryzyko leży po stronie jeszcze szybszego wzrostu inflacji bazowej niż sugerują to nasze modele.

Cierpliwość wystawiana na próbę

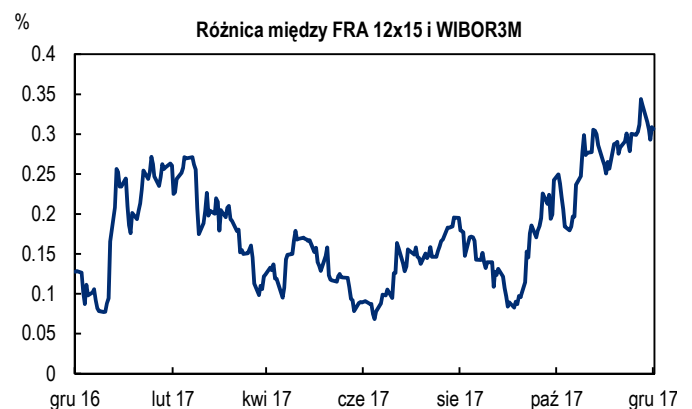
Różnica między tym, co Rada Polityki Pieniężnej (RPP) chciałaby zrobić a tym, co sugerują dane ekonomiczne, stała się w ostatnich miesiącach wyjątkowo wyraźna. Z jednej strony inflacja wzrosła w pobliże celu, a wzrost gospodarczy osiągnął poziom, który zapowiada dalszy wzrost presji cenowej. Ścieżka inflacji bazowej w kolejnych kwartałach może nie być wyjątkowo stroma, ale jak na razie nie widać czynnika, który miałby powstrzymać jej dalsze wzrosty. Z drugiej strony RPP nie ukrywa, że czuje się komfortowo z obecnym poziomem stóp procentowych. Nawet kwestia spadku realnych stóp do rekordowo niskiego poziomu -1% w szybko rosnącej gospodarce nie wywołuje już żadnych komentarzy ze strony przedstawicieli RPP. Przesłanie jest jasne – stopy procentowe pozostaną w najbliższym czasie bez zmian.

Wykres 19. Jeżeli RPP nie podniesie stóp procentowych stopy realne pozostaną na poziomie około -1%, wyjątkowo niskim jak na szybko rosnącą gospodarkę



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS i NBP

Wykres 20. Kwotowania z rynku FRA sugerują jedną pełną podwyżkę stóp do końca 2018 roku



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Bloomberg

Naszym zdaniem szanse na podwyżki stóp w ciągu najbliższych sześciu miesięcy są bardzo niskie. Nawet gdyby inflacja bardzo wyraźnie wzrosła i zaskoczyła RPP, najprawdopodobniej Rada Polityki Pieniężnej nie zdecydowałaby się na podwyżki. Dużo większa niepewność dotyczy postępowania władz monetarnych pod koniec 2018 roku, ponieważ tak długi horyzont pozostawia już odpowiednio dużo czasu na zmianę retoryki RPP. Nasz scenariusz makroekonomiczny zakłada, że presja płacowa będzie zauważalnie silniejsza niż zakłada NBP, a ryzyko widzimy po stronie jeszcze szybszych podwyżek płac oraz inflacji niż w naszej prognozie. W takim przypadku spodziewamy się, że najbardziej „jastrzębi” członkowie Rady rozpoczną poważniejszą dyskusję na temat podwyżek w II kwartale 2018 roku. Wątpimy jednak aby wniosek o podwyżkę znalazł od razu posłuch wśród większości w RPP.

Pierwszy realistyczny moment na podwyżkę stóp to wrzesień 2018 r. Końcówka roku pozwoliłaby nawet dotychczasowym przeciwnikom

zacieśnienia monetarnego w sposób płynny zmienić front. Na tym etapie projekcje inflacyjne zapewne będą pokazywać, że bez reakcji ze strony RPP inflacja mogłaby przekroczyć górną granicę przedziału wahań wokół celu (1,5-3,5%). Gdyby, jak zakładamy, do podwyżki o 25 pb doszło we wrześniu, możliwe byłoby podniesienie stóp o kolejne 25 pb również w listopadzie. Cały cykl zacieśnienia monetarnego powinien jednak być znacznie mniejszy niż w przeszłości, tym bardziej, że obecna RPP wydaje się mieć większą tolerancję dla podwyższonej inflacji. Dlatego zakładamy, że w obecnym cyklu stopy wzrosną o około 100 pb, a do większych podwyżek mogłoby dojść gdyby gospodarka przyspieszała w latach 2018-2019.

Warto podkreślić, że scenariusz podwyżek począwszy od września 2018 r. jest obarczony relatywnie wysokim ryzykiem. Jest on jawnie sprzeczny z wypowiedziami wielu przedstawicieli RPP. Dlatego przy odrobinie osobistej determinacji gołębich członków RPP łatwo sobie wyobrazić scenariusz w którym pierwsza podwyżka zostanie opóźniona poza 2018 rok. Wówczas jednak cały cykl podwyżek stanąłby pod znakiem zapytania lub byłby znacznie mniejszy niż zakładane przez nas 100 pb. Rok 2019 może być rokiem spowolnienia wzrostu (do poziomów zbliżonych do potencjału), co w połączeniu ze zbliżającymi się wyborami parlamentarnymi może ograniczyć przestrzeń do podwyżek.

Rynki finansowe

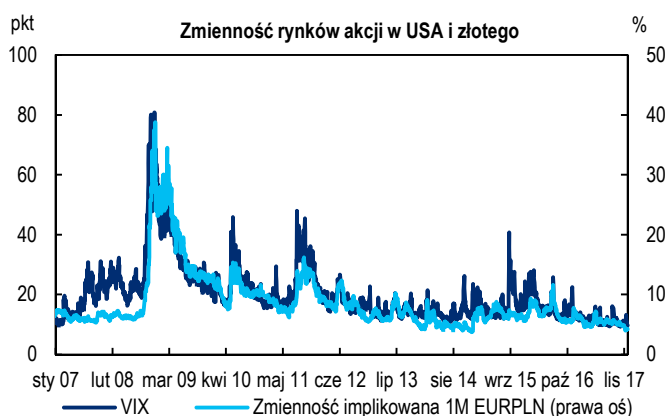
Silniejszy złoty, wyższe rentowności

- Oczekujemy umiarkowanego umocnienia złotego wobec euro pod wpływem silnego wzrostu gospodarczego, napływu funduszy unijnych oraz rosnących oczekiwań na podwyżki stóp. W większej skali złoty powinien zyskiwać wobec dolara.
- Wzrost potrzeb pożyczkowych w kraju oraz wzrost rentowności bundów będą pchać rentowności polskich obligacji w górę. Spodziewamy się również wzrostu spreadów asset swap po wyjątkowo głębokich spadkach w 2017 r.

Perspektywy dla złotego wciąż pozytywne

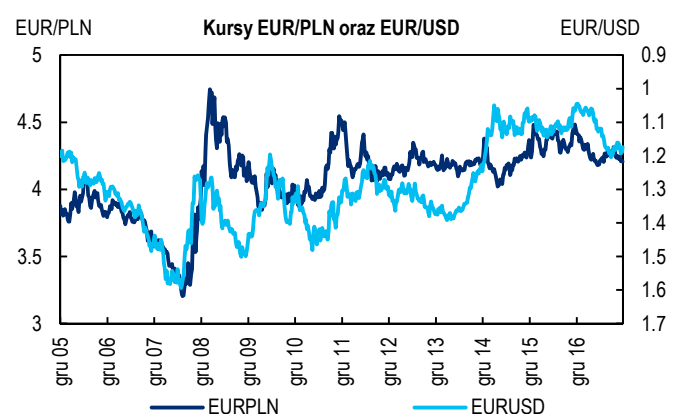
Środowisko zewnętrzne wciąż pozytywne dla walut gospodarek wschodzących choć nieco mniej sprzyjające niż w 2017 r. Gospodarki wschodzące przeżywały bardzo dobry okres w mijającym roku notując wyraźne przyspieszenie wzrostu PKB (do 4,6% z 3,9% w 2016 r.) przy wciąż niskim poziomie stóp procentowych głównych banków centralnych oraz większej równowadze na rachunkach obrotów bieżących niż to miało miejsce przed kilkoma laty. Te czynniki wspierały waluty krajów rozwijających się i przyczyniały się do niższej zmienności, która również sama w sobie była pozytywnym czynnikiem dla walut EM, szczególnie w kontekście odwrócenia kilkuletniego trendu umocnienia dolara. W przeszłości słabszy dolar i prognozy jego osłabienia korzystnie wpływały na napływ kapitału do gospodarek wschodzących.

Wykres 21. Wyjątkowo niska zmienność na rynku FX



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 22. Osłabienie dolara powinno wspierać złotego



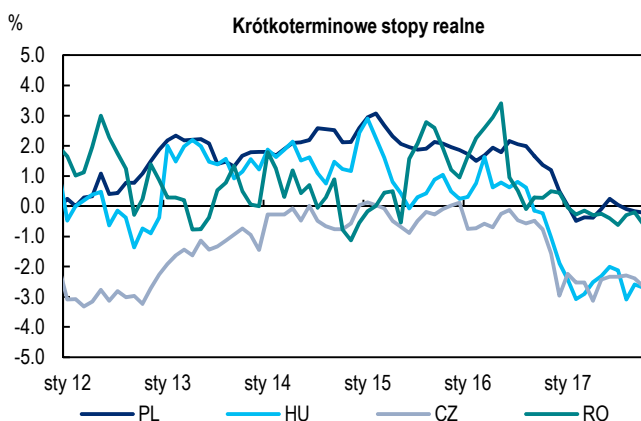
Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Co prawda w 2018 r. oczekiwane jest dalsze przyspieszenie wzrostu w krajach EM, ale w znacznie mniejszej skali - do 4,8% z 4,6% - i to głównie w przypadku Brazylii, Meksyku, Rosji i Indii, podczas gdy kraje regionu Europy Środkowej zanotują spowolnienie. Jednocześnie główne banki centralne będą kontynuować zacieśnianie polityki pieniężnej czy to przez podwyżki stóp procentowych, czy stopniowe wychodzenie z programu skupu aktywów w przypadku EBC. Ponadto ryzyko polityczne w krajach EM będą generować także wybory parlamentarne w Brazylii i RPA.

Z kolei wybory parlamentarne we Włoszech (20 maja 2018 r.) mogą wpłynąć w większej skali na nastroje na rynkach światowych i apetyt na ryzyko. Ryzykiem dla światowego apetytu na ryzyko pozostaje także potencjalne nasilenie konfliktu między USA i Koreą Północną

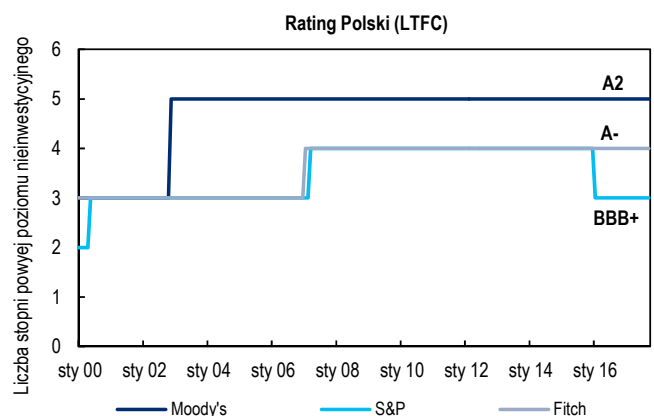
Oczekujemy kontynuacji trendu osłabienia dolara w nadchodzącym roku. Choć w najbliższych tygodniach kurs EURUSD może pozostać stosunkowo stabilny w pobliżu 1,18 to sądzimy, że w kolejnych kwartałach dolar będzie tracił na wartości. Z technicznego punktu widzenia (tj. biorąc pod uwagę historyczne wzorce zmian kursu EURUSD), po tym jak dolar umacniał się przez 5-6 lat teraz może nastąpić faza dłuższego, nawet 10-letniego osłabiania. W nadchodzącym roku wpływ na to będzie miało kilka czynników w tym między innymi konwergencja tempa wzrostu PKB w strefie euro i w USA oraz mniej akomodacyjna polityka EBC, a także duża nadwyżka w obrotach bieżących w strefie euro. W rezultacie oczekujemy wzrostu kurs EURUSD do 1,24 na koniec roku.

Wykres 23. Stopy realne w Polsce są bardzo niskie, ale nie najniższe w regionie



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 24. W najbliższym czasie nie spodziewamy się zmian w ocenach agencji ratingowych



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

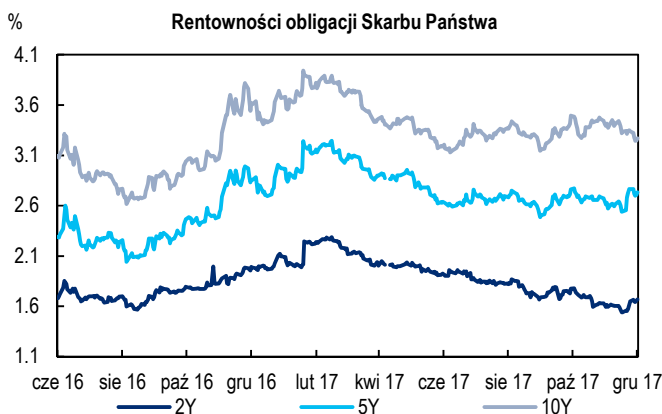
Czynniki lokalne wspierają złote i oczekujemy stopniowego umocnienia polskiej waluty do poziomu 4,14 wobec euro na koniec 2018 r. Choć wzrost gospodarczy będzie prawdopodobnie nieco wolniejszy niż dotychczas, będzie on wciąż wyraźnie wyższy niż w większości innych krajów UE. Ponadto oczekujemy zacieśnienia polityki pieniężnej w Polsce w nieco szybszym tempie niż zakłada rynek i niż w przypadku EBC, powinno przełożyć się na wzrost dysparytetu stóp procentowych wobec strefy euro. Jednocześnie podwyżki stóp pozwolą na utrzymanie realnych stóp procentowych na nieco wyższym poziomie w porównaniu z innymi krajami regionu. Zgodnie z naszymi prognozami deficyt fiskalny pozostanie niski i mimo wzrostu podaży obligacji w przyszłym roku oczekujemy, że dobra sytuacja gospodarcza pozwoli na utrzymanie zainteresowania zagranicznych inwestorów polskim długiem przy stabilnych ocenach polskiej gospodarki przez główne agencje ratingowe.

W końcu wyższe rentowności

Oczekujemy środowiska wyższych stóp procentowych na świecie w porównaniu do 2017 r. W związku z dobrą koniunkturą i odreagowaniem inflacji w 2018 r. kilka banków centralnych krajów rozwiniętych może podwyższać stopy procentowe. Do grupy tej będą należeć banki centralne

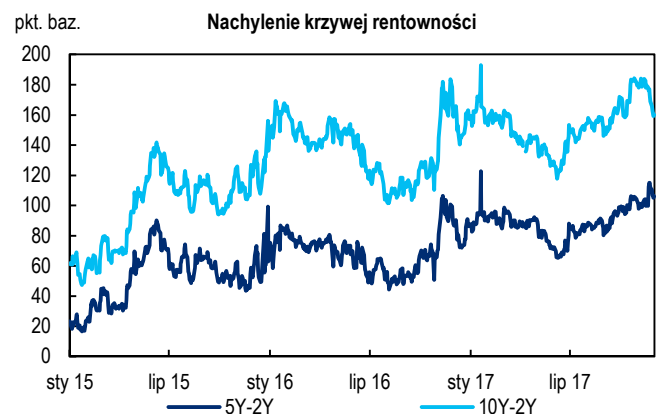
z USA, Wielkiej Brytanii, Kanady, Norwegii, Australii, Szwecji i Nowej Zelandii. Średnia stopa procentowa w krajach rozwiniętych ma według naszych szacunków wzrosnąć o ok. 50 pb, tj. w większej skali niż miało to miejsce w 2017 r. W przypadku Stanów Zjednoczonych spodziewamy się 3 podwyżek stóp w 2018 r. Z kolei w strefie euro EBC zakończy program skupu aktywów pod koniec III kwartału i oczekujemy pierwszej podwyżki stóp w 2019 r. Według naszych prognoz wśród gospodarek rozwijających się banki centralne czterech krajów obniżą stopy z wysokich poziomów, a w ośmiu krajach stopy zostaną prawdopodobnie podwyższone. Biorąc to wszystko pod uwagę w bazowym scenariuszu do końca 2018 r. zakładamy wzrost rentowności amerykańskich obligacji skarbowych o 30-40pb, a niemieckich o 40-50 pb w stosunku do aktualnych poziomów.

Wykres 25. Niskie emisje oraz spadające ryzyko kredytowe w 2017 roku utrzymywały rentowności na niskim poziomie



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 26. Dzięki rekordowo niskim stopom NBP krzywa rentowności jest relatywnie stroma



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

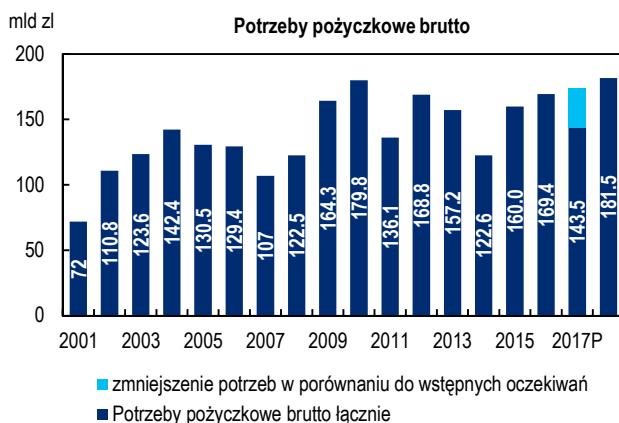
Biorąc pod uwagę warunki zewnętrzne, spodziewamy się wzrostu stóp rynkowych w Polsce. W 2017 r. pomimo znacznego wzrostu średniej inflacji (do ok. 2% z -0,6% w 2016 r.) i wysokiej dynamiki PKB wzrost stóp rynkowych był relatywnie niewielki i wyniósł od kilku do kilkunastu punktów bazowych na krzywej swap. Wynikało to w dużej mierze z tonu wypowiedzi RPP, która pozostawała konsekwentnie gołębia, utrwalając oczekiwania na stabilizację stóp NBP na rekordowo niskich poziomach. W 2018 r. skala oczekiwanego przez nas wzrostu inflacji w ujęciu średniorocznym jest mniejsza, ale towarzyszyć temu będzie nasilenie się presji płacowej oraz zauważalny wzrost inflacji bazowej. Ponadto w trakcie roku spodziewamy się przekroczenia przez inflację celu NBP. Taki scenariusz powinien naszym zdaniem oznaczać większy wzrost stóp swap w porównaniu do mijającego roku.

Potencjał do lepszego zachowania obligacji względem stóp swap jest ograniczony i oczekujemy wzrostu rentowności o 50-60 pb. W 2017 r. mimo wzrostu stóp swap rentowności obligacji spadły wyraźnie (o około 40 pb). Taka sytuacja była wynikiem spadku premii za ryzyko kredytowe obligacji w obliczu poprawiającej się sytuacji gospodarczej, niskiego deficytu fiskalnego i mniejszej emisji długu względem pierwotnych planów. Wsparciem dla obligacji, w tym szczególnie krótkoterminowych, pozostał popyt zgłaszany przez banki. W rezultacie spready *asset swap* osiągnęły historycznie niskie poziomy w 2018 r., szczególnie na tenorze 2-letnim (nawet ok. -50 pb). Naszym zdaniem taka sytuacja jest nie do powtórzenia w przyszłym roku. Potrzeby pożyczkowe mają wynieść w przyszłym roku

ok. 180 mld zł i będą wyższe od tegorocznych o około 40 mld zł. Nawet przy optymistycznym założeniu ponownego lepszego od oczekiwań zachowania budżetu sądzimy, że potrzeby będą wyższe o co najmniej 20-30 mld zł. Biorąc to pod uwagę, w bazowym scenariuszu oczekujemy wzrostu rentowności na całej krzywej - do ok. 4% dla obligacji 10-letnich. Sądzimy, że na zmianę retoryki RPP na bardziej jastrzębią może zareagować najpierw długi koniec krzywej, a nieco później krótki wraz z materializacją scenariusza podwyżek stóp od III kw. 2018 r.

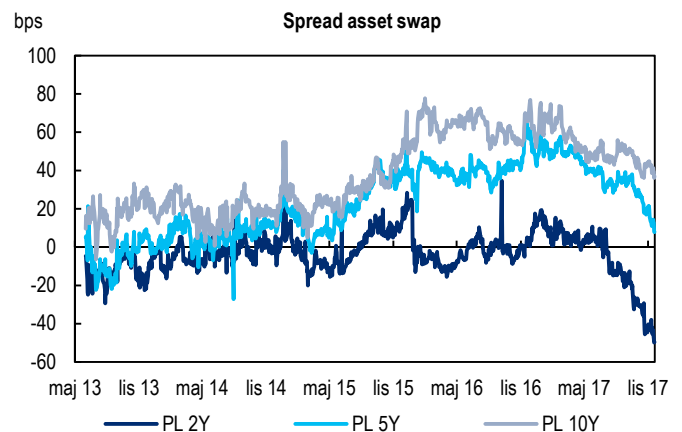
Sądzimy, że skala wzrostu rentowności w tym cyklu zacieśniania polityki pieniężnej nie będzie duża i w związku z tym docelowy poziom rentowności 10-letnich może wynieść około 4,60%. W dłuższej perspektywie zakładamy spadki rentowności po roku 2020 w związku z obniżeniem wzrostu potencjalnego polskiej gospodarki w efekcie negatywnych zmian demograficznych oraz w związku z perspektywą mniejszych napływów środków unijnych.

Wykres 27. Potrzeby pożyczkowe, a przez to również emisje, wyraźnie wzrosną w 2018 roku



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 28. Większa podaż obligacji powinna przyczynić się do rozszerzenia spreadów asset swap



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 1. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	469	530	622
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1567	1629	1657	1720	1799	1851	1967	2094
PKB per capita (USD)	13738	12994	13622	14199	12417	12215	13822	16253
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,7	6,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,8	2,9	4,4	3,9
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	2,7	7,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,2	3,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,0
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	8,8	6,8	7,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,9	7,4	8,7
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,9	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	2,4
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,7	7,3
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	13,9	2,4	4,5	7,6	7,4	4,9	5,4	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,73	2,35
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,40	4,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,60	3,34
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,72	3,39
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,25	4,14
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,17
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-1,5	-10,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,3	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,9	-6,2
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	225,1	264,2
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	223,3	270,5
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	18,6	22,7
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-18,7	-21,2	-26,0
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	103,0	111,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,5	-1,9	-2,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,8	-0,3	-0,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,5	49,3

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 2. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	3,8	2,7	4,3	3,9	3,0	2,8
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	2,4	2,8	2,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,2	-0,3	-1,7	-2,0	-2,1
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	2,00	2,50	2,75
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,19	3,60	3,34	3,25	3,08
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,94	3,72	3,39	3,29	3,14
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,40	4,25	4,14	4,10	4,06
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,17	4,11	4,08

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

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 oraz 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. 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 tożsamy bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale 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 opisywanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.