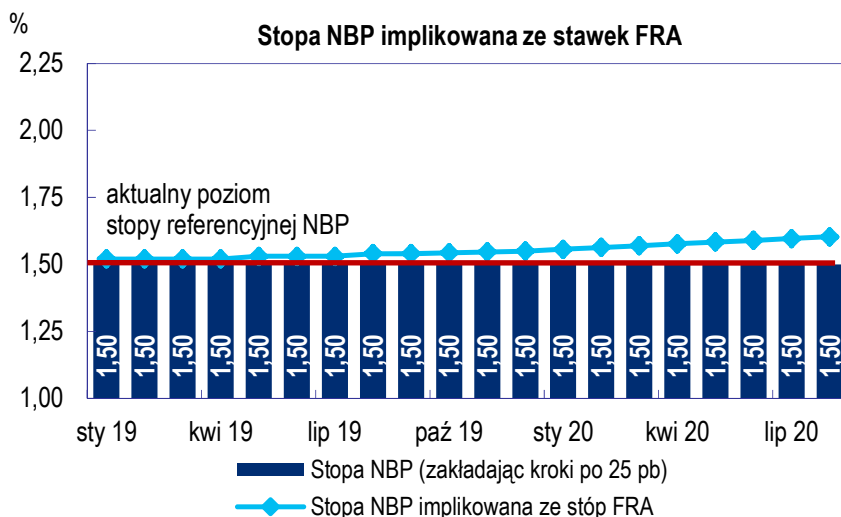


Stopy stabilne na lata?

- Grudniowe dane o PMI rozbudziły obawy o perspektywy wzrostu w Polsce. Indeks spadł do poziomu 47,6 pkt., a więc najniższego poziomu od kwietnia 2013 roku. Nasze analizy wskazują, że modele oparte o PMI są mniej skuteczne w prognozowaniu polskiego PKB niż modele oparte na przykład o wskaźniki nastrojów z Komisją Europejską. Te ostatnie z kolei wskazują na zdecydowanie płytsze spowolnienie niż same indeksy PMI.
- Niepewne perspektywy wzrostu mogą niepokoić RPP, ale naszym zdaniem dużo większe znaczenie będzie miało to, jak ukształtuje się inflacja. Przyjęta w grudniu ustawa nie tylko stabilizuje ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, lecz również dla firm i samorządów. O ile stabilnych cen dla klientów detalicznych można było się spodziewać bazując na wcześniejszych deklaracjach przedstawicieli rządu, nowością jest wyeliminowanie podwyżek cen dla przedsiębiorców. Jest to duża zmiana w stosunku do wcześniejszych oczekiwań RPP. Według naszych szacunków średnioroczna inflacja w 2019 roku pozostanie poniżej 2% r/r i będzie znacznie niższa niż 3,2% w ostatniej projekcji NBP.
- Nowe prognozy inflacji i niepewność dotycząca wzrostu PKB zmieniają nasze oczekiwania dotyczące stóp procentowych. RPP nie zamierzała podnosić stóp w 2019 r. nawet wówczas, gdy oczekiwano znacznego wzrostu inflacji. W obecnych warunkach bardzo płaskiej ścieżki CPI trudno dostrzec realistyczne argumenty, które skłoniłyby RPP do szybkiego zaostżenia retoryki. Dlatego naszym zdaniem Rada prawdopodobnie pozostawi stopy bez zmian nie tylko w 2019, lecz również w 2020 roku (nasza poprzednia prognoza zakładała do 75pb podwyżek w 2020 r.). Co więcej, jeżeli cykl gospodarczy ułoży się zgodnie z naszymi prognozami, zakładającymi dalsze umiarkowane spowolnienie w 2020 i 2021 roku, RPP mogłaby pozostawić stopy bez zmian praktycznie do końca swojej kadencji.

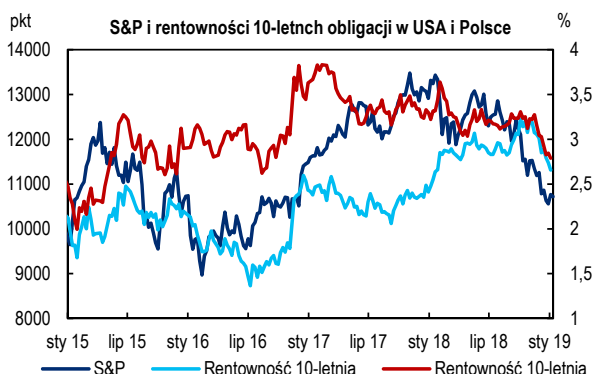
	€/zt	\$/zt	£/zt	€/ \$	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
1 KW 19	4,30	3,77	4,78	1,15	1,50	-0,40	1,72	0,35	2,85
1 KW 20	4.28	3.48	4.81	1.23	1.50	0.00	1.72	0.90	2.85

Wykres 3. Rynek nie wycenia podwyżek stóp w najbliższych kwartałach.



Tydzień w wykresach

Wykres 4. Po sporym umocnieniu na rynku długu I kwartał może przynieść korektę



- Koniec ubiegłego roku oraz początek obecnego upłynęły pod znakiem spadków indeksów giełdowych na rynkach międzynarodowych oraz spadków rentowności na bazowych rynkach długu. Miało to wpływ na analogiczne zachowanie krajowych aktywów, w tym szczególnie rynku obligacji. Spadki na rynkach w USA wynikały z obaw o wzrost gospodarczy w związku z konfliktem handlowym z Chinami oraz wygasaniem pro wzrostowego impulsu fiskalnego w Stanach Zjednoczonych.
- Polski rynek obligacji podążył za amerykańskim wsparty przez perspektywę niskiej inflacji i gołębiej RPP. Naszym zdaniem w I kw. możliwa jest korekta na rynku długu w związku z dużą emisją netto obligacji.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

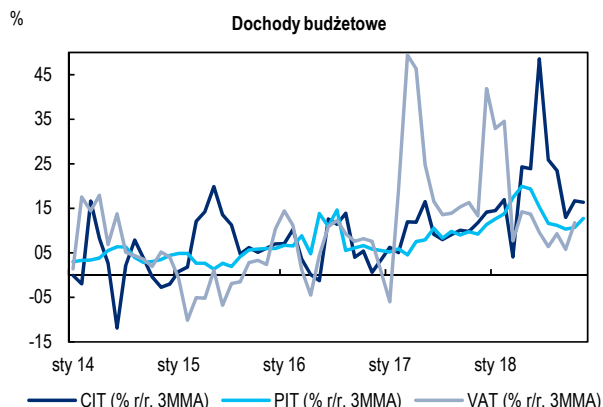
Wykres 5. Oczekujemy jeszcze 2 podwyżek stóp w USA, choć rynek przestał je już wyceniać



- Fed podwyższył w grudniu stopy procentowe po raz dziewiąty do poziomu 2,25-2,50%. Podwyżce nie przeszkodziły spadki na giełdach i wzrost zmienności na rynkach finansowych oraz płaska krzywa rentowności. Komunikat Fed oraz prognozy były bardziej gołębie niż poprzednio (zmiana liczby oczekiwanych podwyżek stóp do 2 z 3), choć zapewne nie tak gołębie jak oczekiwała część uczestników rynku, gdyż reakcja rynku akcji była negatywna. Oczekujemy dwóch podwyżek stóp w 2019 r.
- Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o zatrudnieniu poza rolnictwem były znacznie lepsze od oczekiwań (+312 tys.) wspierając nasz scenariusz i nastroje rynkowe. Jednocześnie szef Fed. J. Powell powiedział, że Fed będzie prowadził elastyczną politykę pieniężną i może przerwać podwyżki stóp i redukcje bilansu jeśli gospodarka osłabnie.

Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 6. Oczekujemy jedynie niewielkiego pogorszenia bilansu fiskalnego w 2019 r.



- Według danych Ministerstwa Finansów po listopadzie budżet centralny zanotował nadwyżkę 11 mld zł. Dochody budżetowe wzrosły w listopadzie o 20% r/r, a wydatki spadły o 12%. Choć przyspieszenie dochodów w listopadzie wynikało przede wszystkim z podatków pośrednich, to średnia za ostatnie trzy miesiące i dynamika od początku roku wskazują na znacznie wyższe tempo wzrostu dochodów podatkowych PIT i CIT (16,4% i 13,9%, wobec 6,9% dla podatków pośrednich).
- Według wstępnych szacunków MF na koniec roku budżet zanotował deficyt na poziomie ok. 15 mld zł, co sugeruje deficyt w grudniu na poziomie 26 mld zł. Takie pogorszenie w budżecie na koniec roku jest zgodne z sezonowym wzorcem. Sądzymy, że deficyt sektora rządowego i samorządowego za cały rok wyniósł 0,6% PKB, a w 2019 r. wzrośnie do 0,8%. Według MF deficyt w tym roku może być nawet mniejszy.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
07 sty PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XI	--	0,7	-2,1
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XII	58,9	59	60,7
08 sty WTOREK							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	XI	0,8	0,4	-0,5
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	--	--	6,7
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	XII	108	108,9	109,5
14:30	USA	Bilans handlowy	mld	XI	-55,1	-54	-55,5
09 sty ŚRODA							
14:00	PL	Decyzja RPP	%	I	1,50	1,50	1,50
10 sty CZWARTEK							
2:30	CN	Inflacja	% r/r	XII	--	2,1	2,2
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	XII	--	--	2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	225	231
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	XI	--	0,5	0,8
11 sty PIĄTEK							
9:00	CZ	PKB	% r/r	III kw	--	--	2,4
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	I	--	--	-17,5
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	XII	-0,1	-0,1	0
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	I	--	--	97,5

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	477	471	526	581	616	708
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,657	1,720	1,799	1,858	1,982	2,111	2,244	2,378
PKB per capita (USD)	13,622	14,200	12,415	11,944	13,696	15,131	16,075	18,475
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	39,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,9	5,7	6,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,8	3,0	4,6	5,0	4,1	3,9
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	7,5	7,1	7,1
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	4,3	4,1	3,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,6	4,2	3,4
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	5,1	5,7	5,9
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	6,3	6,8	6,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,2	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	1,8	2,8
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,0	7,5	6,9
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,47	7,58	7,40	4,90	5,40	7,0	7,5	6,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	4,34	2,52	2,95	3,63	3,30	3,00	3,55	3,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,77	3,55	3,27
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,67	3,40
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,30	4,29	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,27
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-3,4	-7,0	-8,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-1,1	-1,2
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-5,2	-10,0	-13,5
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	222,8	247,4	259,7	297,2
Import	198,5	215,0	188,6	193,1	222,2	252,7	269,7	310,6
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	24,0	25,7	30,1
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,8	-21,9	-22,5	-25,1
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	112,0	119,0	128,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,4	-0,6	-0,8	-1,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,8	-0,9	-0,5	0,2	0,9	0,7	0,6
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,8	51,9	48,5	46,7	44,4	43,1

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.