

CitiWeekly

Łagodna RPP

- Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniała stóp procentowych w październiku. W oficjalnym komunikacie RPP stwierdziła, że perspektywy gospodarcze pozostają dobre mimo oczekiwanego spowolnienia. Komunikat również zwrócił uwagę na niepewność odnośnie skali i trwałości spowolnienia za granicą i jego wpływu na polską gospodarkę. Według oceny Rady po przejściowym wzroście inflacji, w kolejnych miesiącach dojdzie do jej spadku. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, w listopadowym komunikacie pozostawiono sformułowanie o tym, że obecny poziom stóp procentowych jest odpowiedni dla utrzymania zrównoważonego wzrostu i stabilności makroekonomicznej.
- W listopadowym Raporcie o inflacji NBP obniżył projekcję PKB. Centralna ścieżka na lata 2019-2020 została obniżona o 0,8 pkt proc. i jest zbliżona do naszych aktualnych prognoz. Projekcje NBP uwzględniają wypłaty dodatkowych emerytur i podwyżki płacy minimalnej, a nie uwzględniają zniesienia limitu 30. krotności składek ZUS. Mimo oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego do poziomu potencjalnego w 2020 r. (i poniżej tego poziomu w 2021 r.) luka popytowa pozostaje wysoka w horyzoncie projekcji. Raport NBP pokazał również nieco wyższą inflację w 2020 r. niż szacujemy w naszym bazowym scenariuszu. Według RPP brak podwyżki cen energii elektrycznej (o 8% w 2020 roku) obniżyłby szacunek CPI na 2020 r. o 0,3 pkt proc.
- RPP prawdopodobnie utrzyma stabilne stopy procentowe przez długi czas. Członkowie Rady obecni na konferencji sugerowali, że nie widzą powodów do zmiany stóp w kolejnych kwartałach, a zdaniem prezesa NBP ten pogląd popiera większość członków RPP. Jeden z bardziej jastrzębich członków Rady Ł. Hardt powiedział, że wyobrażałby sobie podwyżkę stóp procentowych gdyby wpływ spowolnienia za granicą na polską gospodarkę okazał się mniejszy, a inflacja utrzymała się w pobliżu 3,5%. Biorąc pod uwagę perspektywy wolniejszego wzrostu, ryzyka zewnętrzne oraz przejściowy charakter wzrostu inflacji oczekujemy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian prawdopodobnie do końca kadencji Rady.
- RPP przyjęła regulację zmieniającą zasady wyliczania rezerwy na ryzyko kursowe i uwzględniania jej w wyniku finansowym. Efektem przyjętych zmian ma być wygładzenie wyniku finansowego NBP (i jednocześnie większa wpłata do budżetu w 2020 roku).

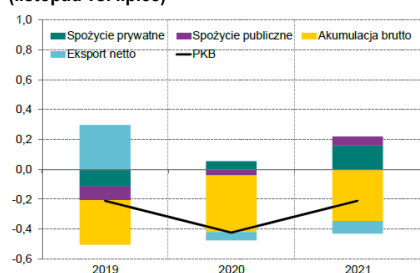
Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 19	4,34	3,95	5,17	1,10	1,50	-0,50	1,72	-0,50	1,75
IV KW 20	4,29	3,76	5,11	1,14	1,50	-0,50	1,72	-0,25	1,25

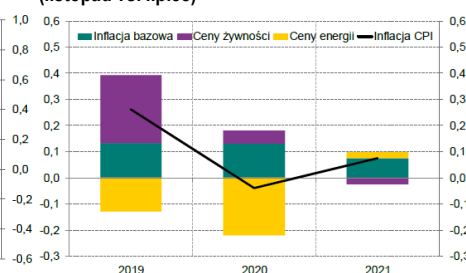
Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 17.10.2019 r., pozostałe prognozy z dnia 23.10.2019 r.

NBP obniżył projekcję PKB i nieznacznie podwyższył projekcję inflacji na 2019 i 2021 r.

Wykres 1. Dekompozycja zmiany projekcji PKB (listopad vs. lipiec)



Wykres 2. Dekompozycja zmiany projekcji inflacji (listopad vs. lipiec)



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

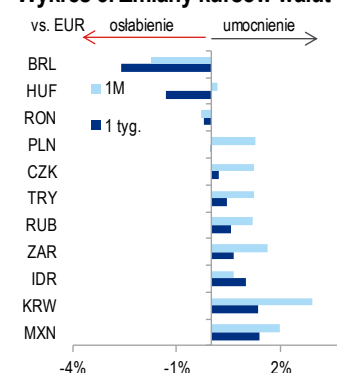
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 3. Zmiany kursów walut

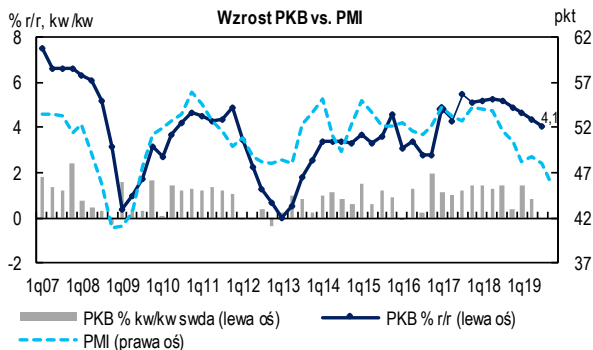


Według stanu na dzień 8.11.2019 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

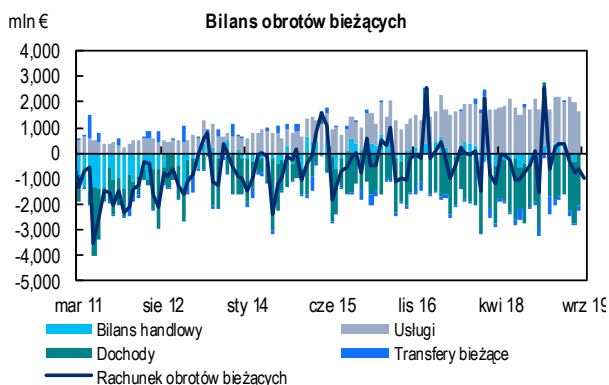
Wykres 4. Wzrost PKB prawdopodobnie spowolnił w III kw.



Źródło: GUS, Markit, Citi Handlowy

- Nasze szacunki wskazują na spowolnienie wzrostu PKB w III kw. do 4,1% z 4,5%. Najnowsze dane miesięczne zaskoczyły w dół, a produkcja przemysłowa, budowlana i sprzedaż za okres lipiec-wrzesień spowolniły. Negatywne niespodzianki sprawiły, że obniżyliśmy w ostatnim czasie nasze prognozy wzrostu na II połowę roku i 2020 r.
- W III kwartale spodziewamy się stabilizacji tempa wzrostu konsumpcji na poziomie 4,4% i spowolnienia inwestycji do 7,3% z 9%. Jednak szczegółowe rozbięcie danych o PKB zostanie opublikowane dopiero pod koniec miesiąca.

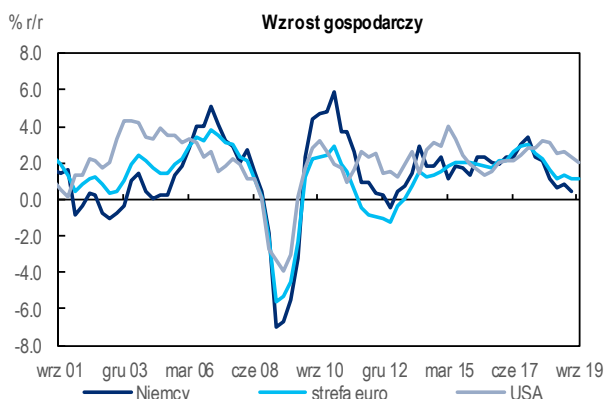
Wykres 5. Oczekujemy wzrostu deficytu obrotów bieżących



Źródło: NBP, Citi Handlowy

- Oczekujemy pogorszenia bilansu obrotów bieżących we wrześniu do ok. -1 mld EUR. Zgodnie z naszymi szacunkami we wrześniu doszło do odreagowania eksportu i importu przy wzroście deficytu handlowego. Ponadto do wzrostu deficytu przyczynił się najprawdopodobniej mniejszy napływ środków unijnych, na który wskazują dane resortu finansów. Mimo wzrostu deficytu we wrześniu skumulowany deficyt za 12 miesięcy prawdopodobnie pozostał na poziomie 0,3% PKB. Oczekujemy, że do końca roku deficyt wzrośnie do 0,5% PKB.
- Na ubiegłotygodniowej aukcji zamiany resort finansów sprzedał jedynie 2,6 mld zł obligacji. Biorąc pod uwagę, że budżet w 2020 r. może zanotować jednak deficyt, prefinansowanie może być nieco mniejsze niż zakładane przez MF 30%.

Wykres 6. Lepsze dane z USA, oczekwanie na porozumienie USA z Chinami i recesja w Niemczech



Źródło: Haver, Citi Handlowy

- Ostatnie dane z amerykańskiej gospodarki zaskakiwały pozytywnie (PKB, ISM dla przemysłu i usług) zmniejszając obawy o stan koniunktury w USA.
- W tym tygodniu uwagę inwestorów przykują wystąpienia prezesa Fed J. Powella przez Kongresem. W centrum uwagi pozostaną także kolejne informacje na temat konfliktu chińsko-amerykańskiego. Po sygnałach z obu stron, że część cel może zostać zniesiona D. Trump zdystansował się wobec pomysłu ich pełnego zniesienia.

Kalendarz ekonomiczny

Godz, publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 lis	PONIEDZIAŁEK						
	PL	Dzień Niepodległości					
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	X	--	2,6	2,7
12 lis	WTOREK						
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	XI	-5	-13	-22,8
13 lis	ŚRODA						
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	--	--	11,1
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	-0,2	-0,2	0,4
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	IX	-986	-302	-606
14:30	USA	Inflacja CPI - niewyrównana sezonowa	% m/m	X	0,3	0,3	0
	USA	Wystąpienie J. Powella przed Kongresem					
14 lis	CZWARTEK						
10:00	PL	Inflacja	% r/r	X	2,5	2,5	2,6
11:00	EUR	PKB - wstępny	% r/r	Q3	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	215	--
15 lis	PIĄTEK						
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	X	0,7	0,7	0,8
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	X	2,5	2,5	2,4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	0,2	0	-0,3
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	XI	--	6	4
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	-0,8	-0,4	-0,4

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	478	472	528	586	597	676
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.657	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.250	2.383
PKB per capita (USD)	13.622	14.200	12.421	12.288	13.746	15.267	15.590	17.645
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,3	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,4	3,7
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	8,2	3,1
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,1	4,5	4,3	4,1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,3	4,4
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	3,3	4,3
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,4	4,5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,8	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	2,6
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	7,0	8,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,5	7,6	7,4	4,9	3,4	7,0	7,9	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	4,34	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,20	2,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,95	3,76
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,87	3,89
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,34	4,29
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,31	4,32
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-3,4	-1,8	-3,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-0,4	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	-5,0	-5,1
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	271,0	311,0
Import	198,5	215,0	188,6	193,2	226,6	260,1	275,9	316,1
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	27,5	28,7
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,3	-24,4
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,5	-0,2	-1,1	-0,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1,6	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,2	0,3	0,6
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	45,2	44,0

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 tożsamy 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.