

CitiMonthly

Perspektywy na 2020 rok

- Zgodnie z coroczną tradycją, w poniższym raporcie podsumowujemy nasze oczekiwania dotyczące nadchodzącego roku.
- Dwa kluczowe pytania, które się pojawiają obecnie w dyskusjach ekonomicznych dotyczą tego jak głębokie będzie spowolnienie w kraju oraz co ono oznacza dla inflacji.
- Spodziewamy się wyraźnego spowolnienia w 2020 roku, głównie za sprawą słabych inwestycji. Jednocześnie naszym zdaniem wzrost PKB powinien utrzymać się powyżej 3%. Przeciw bardziej pesymistycznym prognozom przemawia blisko dwudziestomiliardowy impuls fiskalny oraz stabilizująca się sytuacja w Niemczech.
- Nasze szacunki sugerują, że wbrew wskazaniom tradycyjnie stosowanych miar luki popytowej, sytuacja ekonomiczna staje się coraz mniej proinflacyjna. Spodziewamy się, że pod koniec 2020 roku inflacja bazowa będzie zauważalnie niższa niż obecnie.
- Poprzeczka dla obniżek stóp procentowych jest postawiona wysoko, ale nie niewyobrażalnie wysoko. Obniżki stałyby się bardziej prawdopodobne dopiero w przypadku znacznie głębszego od spodziewanego spowolnienia gospodarczego (poniżej 3%). Z kolei szanse na podwyżki w obecnych warunkach oceniamy jako bardzo niskie.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

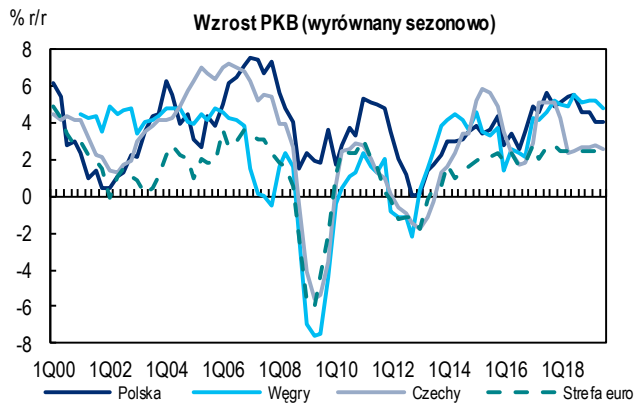
Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	III kw.19R	IV kw.19P	I kw.20P	II kw.20P	III kw.20P	IV kw.20P
PKB (% r/r)	3,9	4,1	3,7	3,7	3,2	3,3
Inwestycje (% r/r, śr.)	4,7	4,0	1,0	-1,5	-0,5	1,0
Konsumpcja prywatna (% r/r, śr.)	3,9	4,5	4,8	4,7	4,0	3,5
Inflacja (% r/r, średnia)	2,8	2,6	3,5	2,5	2,2	2,4
Stopa bezrobocia (%)	5,1	5,2	5,4	5,3	5,2	5,5
Stopa ref. NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
EURPLN	4,37	4,30	4,29	4,28	4,27	4,26
USDPLN	4,01	3,87	3,80	3,75	3,71	3,67
Rentown. obligacji 10L (%)	2,03	2,10	2,05	2,05	2,00	1,90
EURUSD	1,09	1,11	1,13	1,14	1,15	1,16
Stopa Fed (%)	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Stopa depozytowa EBC (%)	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy składowych PKB i inflacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 13.12.2019 r.; R – realizacja, P – prognoza

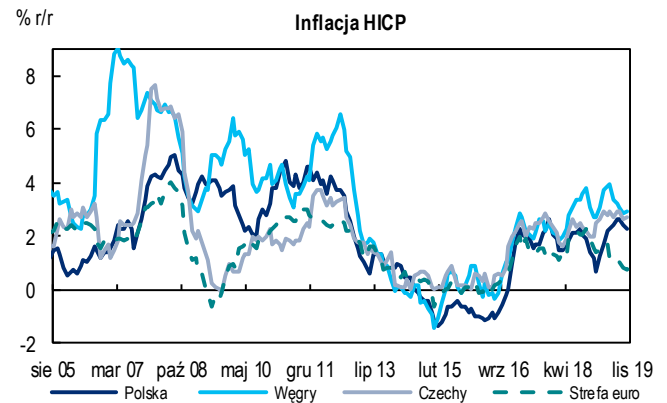
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



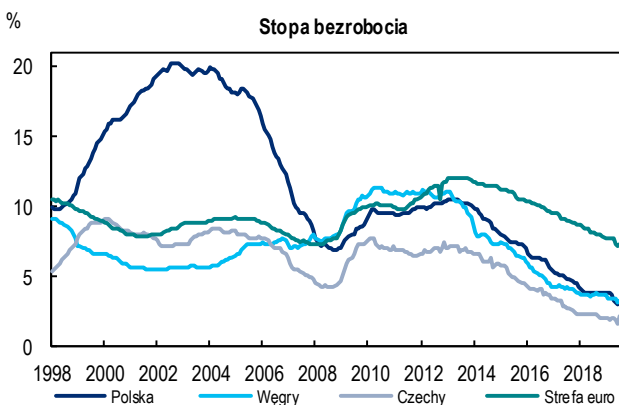
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



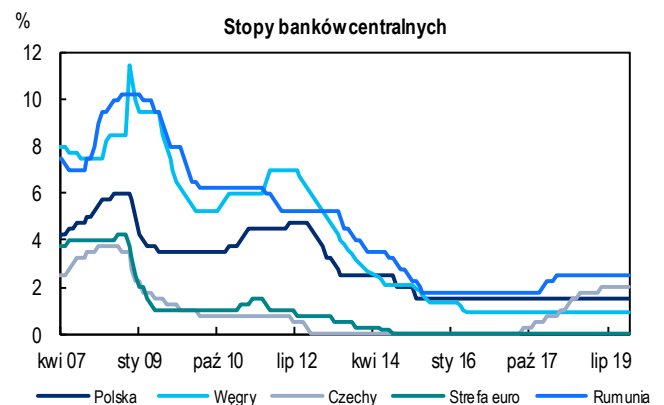
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



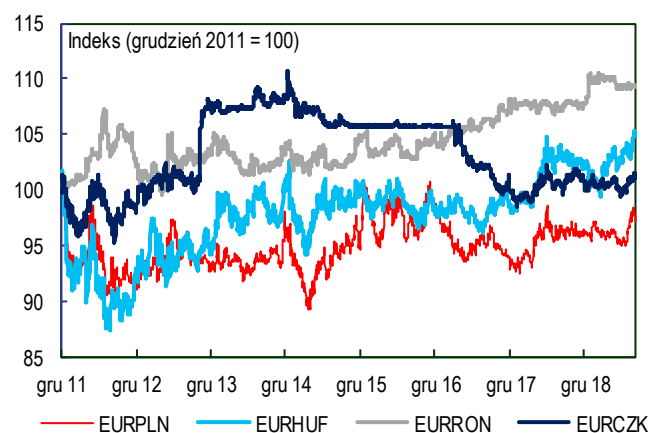
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



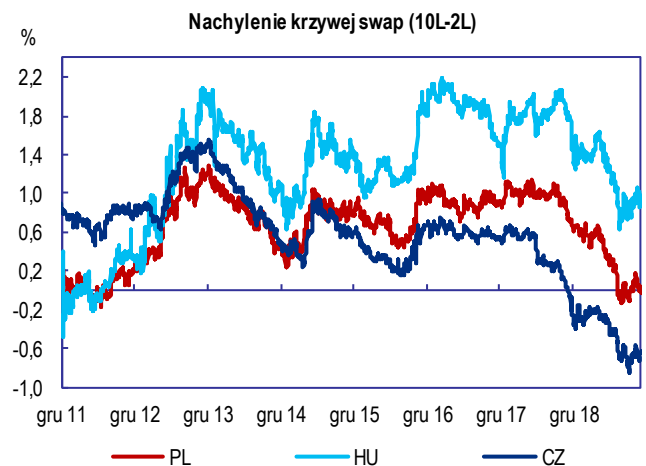
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Perspektywy globalne

Za naszym scenariuszem dla Polski stoją następujące założenia makroekonomiczne dotyczące zagranicy:

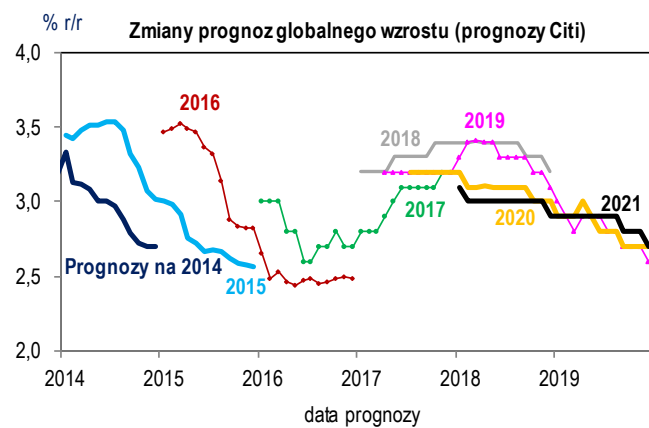
- Po serii rewizji prognoz w dół, naszym zdaniem światowy wzrost gospodarczy w 2020 r. ustabilizuje się na poziomie ok. 2,7%. Oczekujemy wzrostu PKB gospodarek rozwiniętych o ok. 1,5% i rozwijających się o 4,2%.
- Miękkie indeksy wyprzedzające koniunktury PMI/ISM utrzymają się na najniższych poziomach od wielu lat, ale ostatnie dane sygnalizują, że dołek prawdopodobnie już minął. W związku z tym, że główne banki centralne złagodziły politykę pieniężną możliwe jest stopniowe odreagowanie indeksów w 2020 r.
- Oczekujemy stabilizacji stóp procentowych w USA (stopa Fed Funds w przedziale 1,50-1,75%) oraz w strefie euro (stopa depozytowa -0,5%). Fed podtrzyma miesięczny skup aktywów na poziomie 60 mld \$, a EBC na poziomie 20 mld €. Nasi ekonomiści z USA są nastawieni optymistycznie na wzrost w Stanach Zjednoczonych, ale zaznaczają, że podwyżki stóp byłyby możliwe jedynie przy trwałym i większym od prognoz wzroście inflacji.
- Napięcia handlowe między USA i Chinami pozostaną na pierwszym planie wśród czynników ryzyka dla światowej gospodarki. Po osiągnięciu porozumienia (tzw. Faza 1) strony skupią się na jego egzekucji i negocjacjach „Fazy 2”. Nawet pomimo porozumienia kontrola eksportu i inwestycji szczególnie w sektorze technologicznym może pozostać tematem spornym, potencjalnie prowadząc do eskalacji. Poważnym źródłem ryzyka jest możliwość wzrostu napięć handlowych między USA i UE w 2020 r.
- Znacznie większą rolę niż wcześniej mogą odgrywać czynniki polityczne. Przed wyborami prezydenckimi w USA (3 listopada) skala napięć na linii USA-Chiny może być mniejsza. W przypadku Demokratów kluczowy w prawyborach partyjnych będzie I kwartał. Na 3 marca przypada „Super Wtorek”, na którym wybierana jest duża liczba delegatów i który będzie pierwszym dużym testem dla potencjalnych kandydatów na prezydenta wśród Demokratów. Większość (ok. 69%) głosów w prawyborach zostanie oddana do końca marca.
- Wybory w Wielkiej Brytanii pomogą określić perspektywy Brexitu. W bazowym scenariuszu oczekujemy uporządkowanego procesu wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej pod przywództwem Partii Konserwatywnej. Oczekujemy przy tym lekkiego umocnienia funta i łagodzenia polityki fiskalnej i pieniężnej.

Tabela 2. Prognozy globalne

	PKB			CPI			Stopa referencyjna (%)			Deficyt obrotów bieżących (% PKB)			Deficyt fiskalny (% PKB)			Dług publiczny (% PKB)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Świat	2,6	2,7	2,7	2,5	2,7	2,4	2,8	2,4	2,3	0,3	0,2	0,0	-2,9	-3,0	-3,1	86	87	89
USA	2,3	2,0	1,8	1,5	2,0	1,8	2,3	1,8	1,8	-2,4	-2,2	-2,4	-4,7	-4,9	-5,5	107,0	108,0	113,0
Japonia	0,8	0,3	1,0	0,5	0,6	0,6	-0,1	-0,1	0,0	3,3	3,9	3,9	-4,3	-3,9	-3,5	241,0	241,0	242,0
Strefa euro	1,2	1,2	1,5	1,2	1,4	1,6	0,0	0,0	0,0	2,5	2,4	2,2	-0,8	-1,0	-0,9	86,0	85,0	84,0
Niemcy	0,6	0,5	1,6	1,4	1,4	1,4				7,4	7,3	7,2	1,2	0,4	0,3	59,0	57,0	54,0
Francja	1,3	1,2	1,4	1,3	1,4	1,4				-0,8	-0,7	-0,6	-3,0	-2,3	-2,2	99,0	99,0	99,0
Włochy	0,2	0,5	0,7	0,7	0,9	1,2				2,9	2,8	2,6	-2,2	-2,3	-2,1	136,0	137,0	136,0
Szwecja	1,2	1,1	1,4	1,7	1,8	1,7	-0,2	0,0	0,0	4,2	4,5	4,7	0,4	-0,1	0,0	36,0	35,0	35,0
Szwajcaria	0,8	0,9	1,7	0,4	0,2	0,9	-0,8	-0,8	-0,8	10,7	8,9	8,1	1,1	1,1	0,9	27,0	26,0	25,0
UK	1,3	0,8	-0,2	1,8	1,4	1,7	0,8	0,7	0,1	-4,3	-3,8	-4,0	-1,9	-2,0	-1,8	84,0	83,0	84,0
EM	3,9	4,2	4,3	4,0	4,1	3,4	5,0	4,4	4,1	0,8	0,4	0,1	-2,9	-3,1	-3,0	56,7	57,4	58,6
Chiny	6,2	5,8	5,6	2,8	3,2	1,9	3,4	3,1	3,0	0,9	0,4	0,1	-2,8	-3,0	-2,8	72,0	72,0	73,0
Indie	4,9	5,9	6,4	4,2	3,7	3,9	5,4	4,7	5,0	-1,3	-1,0	-0,8	-6,2	-5,9	-5,7	72,0	72,0	72,0
Indonezja	5,0	4,9	5,2	3,1	3,8	3,9	5,6	4,6	4,8	-2,5	-2,3	-2,5	-2,0	-2,2	-2,3	30,0	30,0	30,0
Korea	1,8	2,0	2,3	0,4	1,0	1,6	1,5	1,1	1,0	4,0	3,9	3,6	0,1	-1,6	-1,8	37,0	40,0	42,0
Czechy	2,5	1,8	3,0	2,8	2,3	1,8	1,9	2,0	2,1	0,7	1,2	2,1	0,3	0,0	-0,1	31,0	31,0	30,0
Węgry	4,9	3,2	3,0	3,3	3,3	3,5	0,9	0,9	0,9	-1,2	-0,6	0,1	-1,8	-1,0	-1,5	68,0	64,0	62,0
Polska	4,3	3,4	3,4	2,3	2,6	2,5	1,5	1,5	1,5	-0,1	-0,3	-0,3	-0,9	-1,2	-2,1	45,0	44,0	43,0
Rumunia	3,8	3,2	3,2	3,8	3,1	3,2	2,5	2,5	2,9	-5,3	-5,3	-5,0	-4,3	-3,6	-3,3	37,0	39,0	40,0
Rosja	1,3	2,0	2,5	4,5	3,3	3,7	7,3	6,0	6,0	5,1	3,7	2,9	1,9	1,1	0,8	18,0	18,0	19,0
Turcja	0,5	2,5	3,2	15,5	12,4	12,2	20,1	14,9	14,4	0,0	-1,9	-1,9	-3,0	-4,0	-4,3	31,0	33,0	35,0
RPA	0,4	1,0	1,8	4,2	4,6	4,2	6,6	6,5	6,5	-2,3	-2,7	-3,1	-6,2	-6,7	-6,9	62,0	63,0	65,0
Argentyna	-2,2	-1,1	2,1	53,7	50,9	39,5	59,6	50,0	37,5	-1,9	-1,2	-1,3	-3,7	-4,7	-4,7	72,0	76,0	80,0
Brazylia	1,1	2,2	2,0	3,7	3,8	3,9	6,0	4,5	4,9	-3,1	-3,3	-3,6	-5,3	-5,0	-4,7	79,0	80,0	80,0
Meksyk	-0,1	1,0	1,5	3,7	3,3	3,5	8,0	6,9	6,3	-0,2	-0,6	-1,1	-2,8	-3,1	-3,5	54,0	55,0	55,0

Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 7. Prognozy wzrostu gospodarczego były stopniowo rewidowane w dół w ostatnich miesiącach



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 8. Mimo utrzymania wysokiej niepewności, banki centralne złagodziły politykę pieniężną, a indeksy PMI osiągnęły dno



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Perspektywy na 2020 r.

Przed publikacją prognoz na nowy rok warto rozliczyć się z mijającego. Tabela 3 przedstawia nasze obecne szacunki dla głównych wskaźników gospodarczych w 2019 roku w zestawieniu z szacunkami, które zostały opublikowane dwanaście miesięcy temu. Spoglądając na liczby, wydaje się, że 2019 rok nie zaskoczył nadmiernie. Wzrost gospodarczy zapewne będzie ostatecznie minimalnie wyższy od naszych pierwotnych prognoz, przy bardzo zbliżonej strukturze PKB (wzrost konsumpcji i inwestycji). Również inflacja ma szansę ukształtować się na poziomie bardzo bliskim przewidywanego.

Tabela 3. Spoglądając na prognozy, rok 2019 nie zaskoczył nadmiernie

	Prognozy Citi Handlowy na 2019	
	grudzień 2018	grudzień 2019
PKB (% r/r)	4,1	4,3
Konsumpcja prywatna (% r/r)	4,2	4,2
Inwestycje (% r/r)	7,1	7,0
Inflacja (średniorocznie)	2,2	2,3
Stopa referencyjna (koniec roku, %)	1,5	1,5

Źródło: Prognozy Citi Handlowy

Ta pozorna skuteczność naszych przewidywań sprzed roku nie odzwierciedla jednak w pełni rzeczywistości. O ile całoroczna dynamika PKB jest bliska przewidywaniom, jej kwartalna ścieżka była dla nas (i zresztą dla konsensusu również) niespodzianką. Wzrost w pierwszej połowie roku okazał się znacznie wyższy od przewidywań, co skłaniało do rewizji prognoz w górę. Z kolei końcówka roku nieprzyjemnie zaskoczyła, sprowadzając prognozistów na ziemię. W przypadku inflacji ogólny wskaźnik okazał się bardzo bliski przewidywaniom, ale tylko dlatego, że wbrew naszym założeniom w ostatnich dniach grudnia ub.r. Sejm postanowił zamrozić ceny prądu. Gdyby nie ta decyzja, inflacja w 2019 roku byłaby o prawie pół punktu procentowego wyższa od naszych pierwotnych przewidywań. Powyższe dane można więc podsumować stwierdzeniem, że 2019 rok był mimo wszystko rokiem zaskakująco silnej presji cenowej.

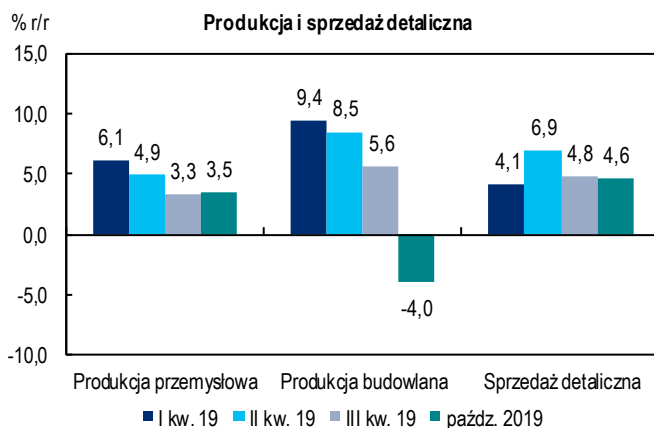
Końcówka 2019 roku przyniosła serię słabszych danych z gospodarki, przyczyniając się do rewizji rynkowych prognoz na przyszły rok. Na razie jest zbyt wcześnie aby ocenić gdzie ostatecznie może ukształtować się nowy konsensus. Niemniej na podstawie dostępnych obecnie danych naszą przedziałową prognozę wzrostu gospodarczego w 2020 roku plasujemy na poziomie 3,1-3,6%. Poniżej przedstawiamy nasze uzasadnienie – dlaczego wzrost wyraźnie wyhamuje i dlaczego mimo wszystko nie spodziewamy się jego spowolnienia poniżej 3%.

Ostro hamuje, nie tonie

Oznaki spowolnienia widoczne są we wszystkich istotnych wskaźnikach publikowanych z wysoką (tj. przynajmniej miesięczną) częstotliwością - w eksporcie, produkcji przemysłowej, produkcji budowlanej i w pewnym zakresie również w sprzedaży detalicznej (wykres 9). Co prawda skala spowolnienia w przemyśle jest wciąż znacznie płytsza niż wskazuje indeks PMI, jednak nie ma wątpliwości, że gospodarka reaguje na szoki zewnętrzne. Symboliczne znaczenie może mieć fakt, że w III kwartale wzrost

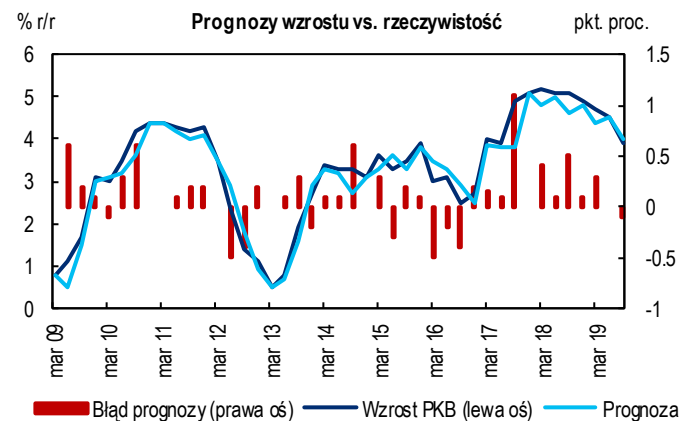
okazał się niższy od prognoz po raz pierwszy od trzech lat. Wcześniej dane o PKB systematycznie zaskakiwały pozytywnie lub okazywały się zgodne z prognozami (wykres 10). Naszym zdaniem po okresie zaskakującej odporności w pierwszej połowie roku, w najbliższych kwartałach zapewne będą ujawniać się opóźnione efekty wcześniejszego i przedłużającego się spowolnienia w Niemczech, stopniowo przekładając się na krajową aktywność ekonomiczną.

Wykres 9. Dostępne dane wskazują na wyraźne osłabienie produkcji budowlanej oraz przemysłowej



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 10. Wzrost gospodarczy w III kwartale zaskoczył negatywnie po raz pierwszy od trzech lat

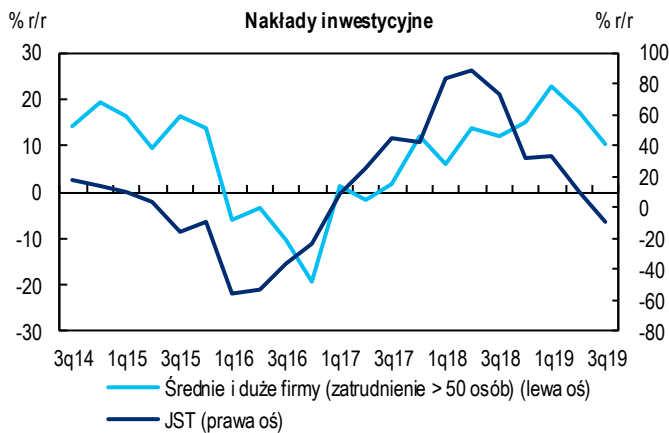


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Spoglądając na strukturę PKB, dotychczas głównym źródłem spowolnienia wzrostu było osłabienie popytu inwestycyjnego. Między ostatnim kwartałem 2018 roku a trzecim kwartałem br. dynamika PKB spadła o 1 punkt proc., przy czym wkład nakładów brutto na środki trwałe obniżył się w sumie o 1,4 pkt. Oznacza to, że inne komponenty PKB (głównie handel zagraniczny i konsumpcja) częściowo rekompensowały słabość inwestycji. Nakłady samorządowe spadły w III kwartale o 9% r/r, co odjęto od wzrostu inwestycji ogółem około 1,5 pkt. Chociaż nakłady firm wciąż rosły, tempo wzrostu znacznie wyhamowało do około 10% r/r w ujęciu nominalnym (wykres 11), wobec ponad 20% na początku roku.

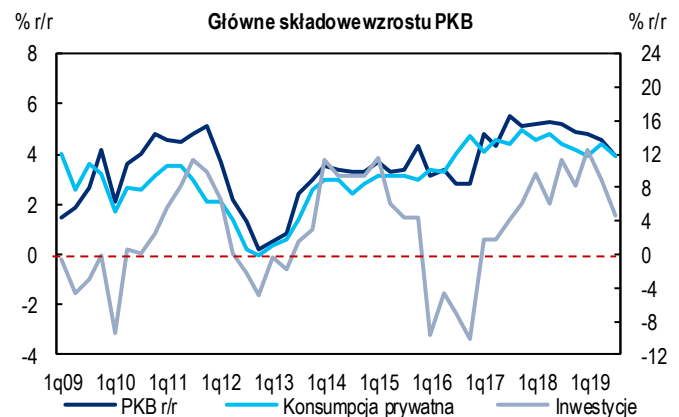
Patrząc na fundamentalne czynniki stojące za zmianami w powyższych kategoriach, trudno liczyć na istotną poprawę dynamiki inwestycji w 2020 roku. W przypadku samorządów rosnące koszty związane z projektami infrastrukturalnymi, a także napięta sytuacja w budżetach JST przemawiają za dalszymi spadkami nakładów. Co prawda punkt odniesienia (statystyczna baza) jest w tym przypadku mniej wysrubowany niż w mijającym roku, nie widzimy podstaw aby oczekiwać odbicia w inwestycjach JST. Z kolei w przypadku przedsiębiorstw czynnikiem przemawiającym za osłabieniem popytu inwestycyjnego powinna być słabość wzrostu gospodarczego na świecie oraz narastająca niepewność odnośnie przyszłych zmian popytu.

Wykres 11. Nakłady inwestycyjne dużych firm i jednostek samorządu terytorialnego spowalniają od kilku kwartałów...



Źródło: GUS, MF, Citi Handlowy

Wykres 12. ... co miało przełożenie na słabe zachowanie inwestycji ogółem oraz na dynamikę PKB



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Tabela 4. Symulacja scenariuszowa realnej dynamiki inwestycji w 2020 roku

Inwestycje przedsiębiorstw (% r/r)	Inwestycje samorządów (% r/r)			
	-30%	-20%	-10%	0%
10%	3.1	3.8	4.4	5.1
5%	0.8	1.5	2.1	2.8
0%	-1.5	-0.8	-0.2	0.5
-5%	-3.8	-3.1	-2.5	-1.8
-10%	-6.1	-5.4	-4.8	-4.1

Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych GUS oraz MF. Uwaga: Wewnętrzna część tabeli pokazuje prawdopodobne tempo wzrostu inwestycji ogółem w 2020 roku w zależności od przyjętych założeń odnośnie zmian inwestycji samorządów (drugi wiersz) oraz zmian inwestycji dużych firm (pierwsza kolumna).

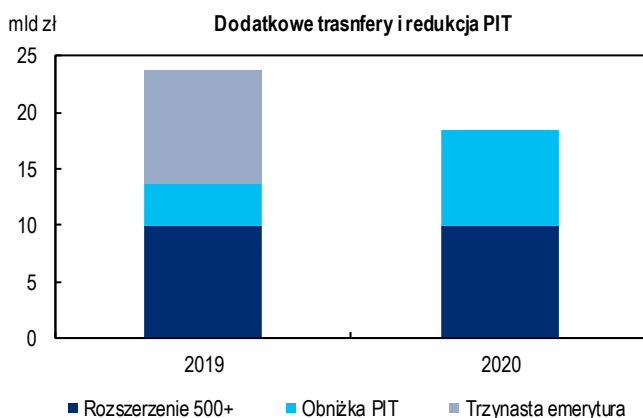
Tabela 4 pokazuje symulację przyszłorocznego wzrostu inwestycji, przy założeniu różnych kombinacji wzrostu inwestycji przedsiębiorstw oraz samorządów. Przy prawdopodobnym pogorszeniu dynamiki inwestycji samorządów i przedsiębiorstw (w porównaniu z obecnymi poziomami) ogólne tempo wzrostu inwestycji w ujęciu realnym oscyluje w pobliżu zera. Powyższe symulacje sugerują, że rok 2020 może być rokiem stagnacji realnych inwestycji.

Rola stabilizatora wzrostu powinna przypaść konsumpcji. W III kwartale konsumpcja wzrosła mniej niż oczekiwaliśmy, co ustanawia punkt startowy na przyszły rok na niezręcznie niskim poziomie. Niemniej naszym zdaniem rola konsumpcji może być niedoceniana. Co prawda na razie nie ujawniły się silne efekty związane z wypłatą rozszerzonych świadczeń z tytułu programu 500+, jednak sytuacja ta powinna się zmienić w kolejnych kwartałach. Program 500+ ruszył od trzeciego kwartału i część wniosków mogła zostać złożona z opóźnieniem. Po drugie, zgodnie z doniesieniami prasowymi część beneficjentów, która złożyła wnioski na czas, nie otrzymała wypłat w III kwartale. Po trzecie, doświadczenia z 2016 roku (a więc z okresu gdy uruchomiono pierwszą część programu) wskazują, że gospodarstwa domowe nie wydają natychmiast otrzymanych środków. Z tego powodu naszym zdaniem ostatnie słabe dane o konsumpcji nie są dobrym wskaźnikiem odnośnie przyszłych wydatków gospodarstw domowych.

W dyskusji o przyszłorocznym wzroście często pomija się skalę łącznego impulsu fiskalnego. Według naszych szacunków dzięki obniżce PIT oraz rozszerzeniu programu 500+ do gospodarstw domowych trafi o ponad 18 mld zł więcej niż w 2019 roku (wykres 13). W ujęciu netto kwota ta powinna zostać pomniejszona o kilka miliardów złotych związanych z podwyżkami opłat za niektóre usługi komunalne oraz związanych z wzrostem akcyzy (łączny koszt tych czynników przyjmujemy na poziomie ok. 5 mld zł). Jednocześnie jednak podwyżka płacy minimalnej może oznaczać wzrost wynagrodzeń brutto o około 4 mld zł, rekompensując rosnącą akcyzę i inne opłaty. Nawet przyjmując nierealistycznie wysokie założenia dotyczące stopy oszczędności, powyższa kwota powinna mieć istotny wpływ na wzrost gospodarczy, dodając do niego kilka dziesiątych punktu procentowego. Z tego powodu oczekujemy, że nawet pomimo spowolnienia gospodarczego przyszłoroczne tempo wzrostu konsumpcji przekroczy 4% i będzie zbliżone do tego odnotowanego w 2019 r.

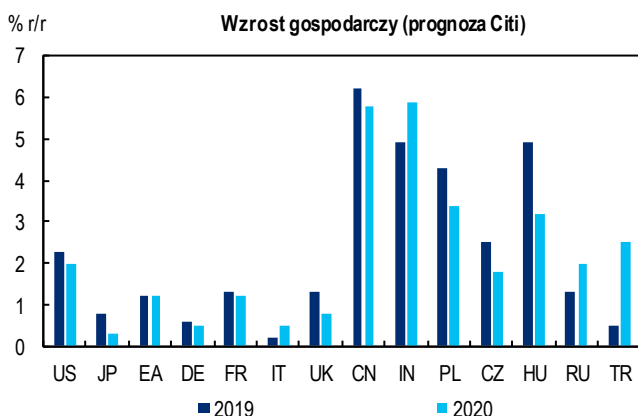
Nakłada się na to rola salda handlu zagranicznego, które tradycyjnie w Polsce w okresach spowolnienia okazuje się istotnym stabilizatorem (choć może to być okupione większą presją deprecyjną). Nawet jeżeli nie można w przyszłym roku liczyć na znaczne odbicie eksportu, to bardzo prawdopodobna wydaje się słabość importu.

Wykres 13. Gospodarstwa domowe otrzymają w 2020 roku dodatkowe 18,5 mld zł ponad to co zyskały w 2019 r...



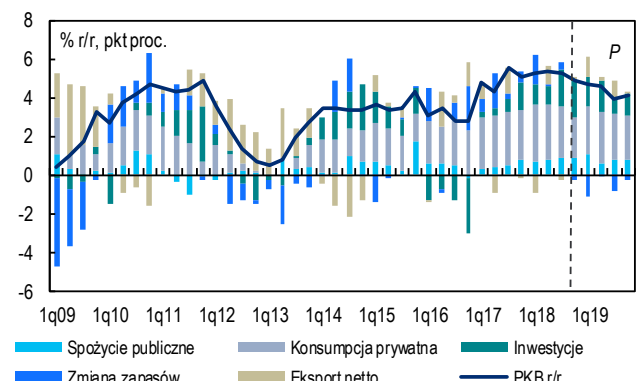
Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Wykres 15. Oczekujemy spowolnienia gospodarczego w największych gospodarkach



Źródło: Szacunki Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 14. ...a ten silny impuls fiskalny powinien pomóc utrzymać wzrost gospodarczy powyżej 3% w 2020 roku



Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Wykres 16. Spowolnienie w kraju poniżej 3% oznaczałoby niespotykaną dotąd rozbieżność trendów między Polską a strefą euro



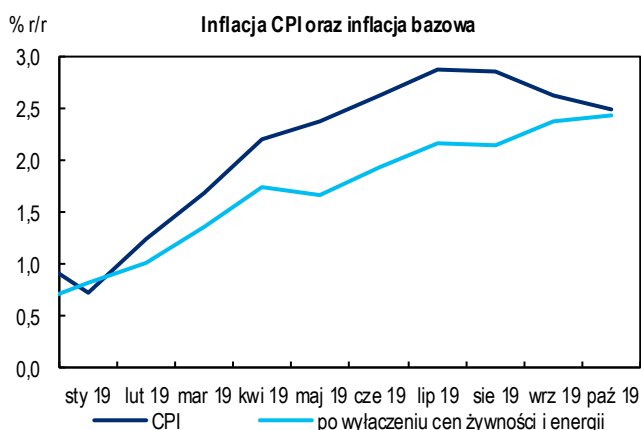
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Eurostat

Biorąc to wszystko pod uwagę nasza prognoza zakłada, że wzrost PKB w 2020 roku wyhamuje do około 3,4% (wykres 14), wobec 4,2-4,3% w 2019 r. Biorąc pod uwagę, że w 2018 roku wzrost przekraczał 5%, skala spowolnienia w ciągu ostatnich dwóch lat jest głęboka. Ostatni raz większą skalę spowolnienia odnotowano w latach 2011-2013, gdy strefa euro przechodziła „egzystencjalny kryzys” związany z ryzykiem wyjścia Grecji z unii walutowej. Na tym tle obecne kłopoty gospodarki europejskiej prezentują się wyjątkowo dobrze (wówczas również strefa euro odnotowywała ok. 1% recesję, podczas gdy obecnie prognozy zakładają wzrost rzędu ~1%). Biorąc pod uwagę historyczną relację między spowolnieniami w kraju i strefie euro (wykres 16), trudno zakładać na 2020 rok wzrost w Polsce poniżej 3% bez jednoczesnego założenia istotnego ponownego załamania aktywności w Europie Zachodniej. Tym bardziej, że skala obecnej stymulacji fiskalnej sprawia, że w najbliższych kwartałach gospodarka otrzyma poważne wsparcie ze strony budżetu. Jednocześnie znacznie większe obawy mamy co do 2021 roku, gdy impuls związany z obniżką PIT oraz wzrostem świadczeń z tytułu 500+ wygaśnie. Jeżeli do tego czasu (czyli do przełomu 2020 i 2021) strefa euro nie wejdzie na ścieżkę szybszego wzrostu, spowolnienie w Polsce może okazać się głębsze niż obecnie zakładają nawet najbardziej pesymistyczne prognozy.

Inflacja już nie taka straszna

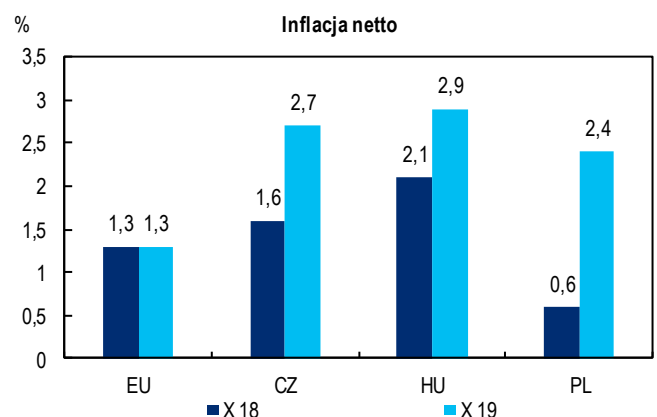
Rok 2019 okazał się rokiem rosnącej inflacji. Zauważalne zmiany odnotowano w przypadku kategorii „niebazowych”, jednak ich łączny efekt w znacznym stopniu się kompensował (drożała żywność, taniały paliwa). Prawdziwą nowością w mijającym roku był jednak wzrost inflacji bazowej, a więc dynamiki cen obliczanej po wyeliminowaniu żywności oraz energii. W ciągu ostatnich dwunastu miesięcy inflacja bazowa wzrosła z 0,9% do 2,4%, pośrednio sygnalizując nasilenie się presji popytowej. Napięta sytuacja na rynku pracy miała wpływ na procesy inflacyjne w gospodarce. Wyraźne przyspieszenie cen odnotowano bowiem w przypadku usług charakteryzujących się relatywnie większą pracochłonnością (wykres 19), co zresztą wydaje się trendem notowanym już wcześniej w pozostałych krajach Europy Środkowej.

Wykres 17. W mijającym roku doszło do znacznego wzrostu inflacji netto



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

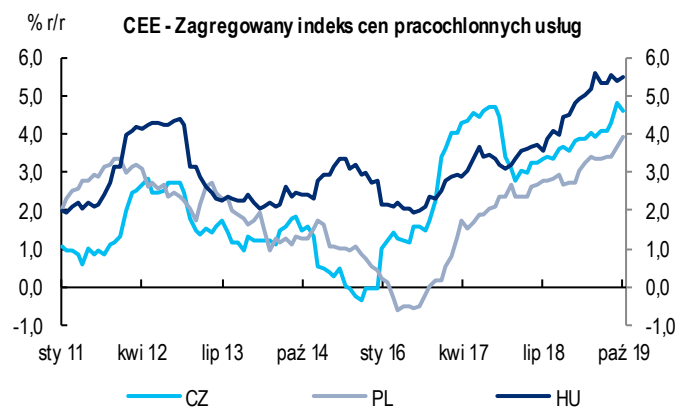
Wykres 18. Inflacja bazowa była jednym z głównych czynników wzrostu inflacji HICP/CPI w całym regionie



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

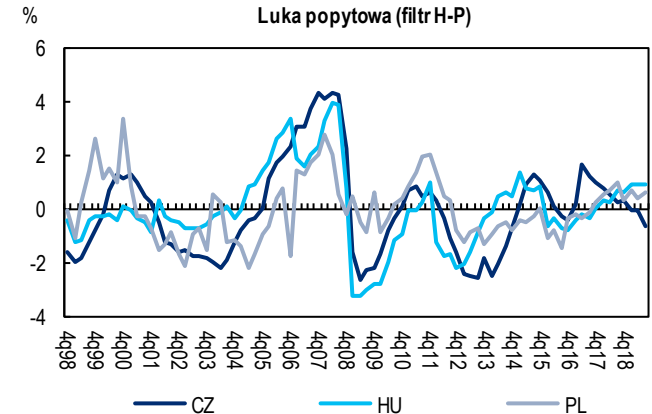
Trendy inflacyjne z ostatnich kwartałów niekoniecznie muszą być automatycznie kontynuowane w 2020 roku. Biorąc pod uwagę prognozy spowolnienia wzrostu gospodarczego, coraz bardziej prawdopodobny wydaje się scenariusz, w którym presja na wzrost cen słabnie w kolejnych kwartałach. Wykres 20 pokazuje standardowe szacunki dotyczące luki popytowej, czyli różnicy między obecnym poziomem PKB, a poziomem wynikającym z trendu. Dane te są często uważane za miarę popytowej presji na wzrost cen. Wykres sugeruje stabilizację luki na relatywnie wysokim poziomie, co przemawiałoby raczej przeciw scenariuszowi osłabienia dynamiki inflacji bazowej w najbliższym czasie. Wyniki te mogą jednak być łatwo kwestionowane, gdyż szacunki luki popytowej oparte o filtr HP są zazwyczaj niewiarygodne w pobliżu punktów zwrotnych cyklu, a w takim punkcie zapewne znajduje się Polska. Z tego powodu przygotowaliśmy również alternatywne szacunki, oparte na zestawie trzech wskaźników (realny PKB, stopa bezrobocia oraz wskaźnik ESI)¹, które ze względu na sposób konstrukcji nie są podatne na znaczne rewizje w miarę nadchodzenia nowych danych. Powyższe szacunki wskazują już na zauważalne pogorszenie pozycji cyklicznej gospodarki, które rozpoczęło się kilka kwartałów temu i – jak się spodziewamy, będzie kontynuowane w 2020 roku.

Wykres 19. Inflacja rosła szczególnie w kategoriach pracochłonnych usług



Źródło: Szacunki Citi Research, dane Eurostat

Wykres 20. Luka popytowa wydaje się stabilizować powyżej zera



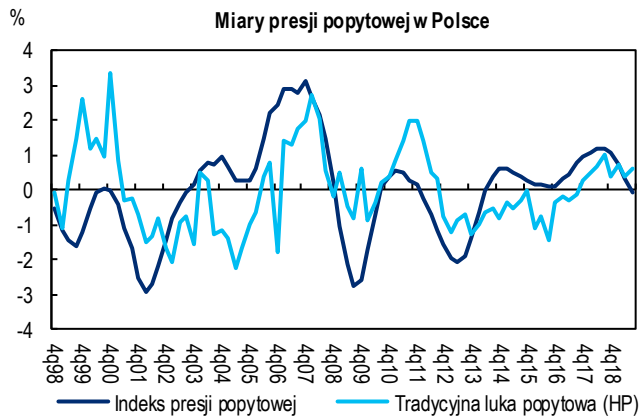
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat

W obliczu powyższych zmian, podstawowe pytanie sprowadza się do tego, czy osłabienie aktywności rzeczywiście wpływa na inflację. Często w dyskusjach ekonomicznych na świecie i w kraju pojawiają się głosy, że na skutek zmian zachodzących w gospodarce inflacja stała się mniej wrażliwa (lub zupełnie niewrażliwa) na zmiany luki popytowej. Dlatego pytanie o to, czy wahania cyklu gospodarczego rzeczywiście pomagają prognozować inflację nie jest bezzasadne. Aby na nie odpowiedzieć, oszacowaliśmy modele oparte na krzywej Philipsa zarówno dla Polski, jak i innych krajów regionu. Nasze szacunki sugerują, że zmiany aktywności gospodarczej w kraju wpływają z lekkim (sięgającym dwóch kwartałów) opóźnieniem na

¹ Wykorzystaliśmy metodologię zaproponowaną przez J. H. Stock oraz M. W. Watson w „*Slack and Cyclically Sensitive Inflation*” (NBER WP 25987).

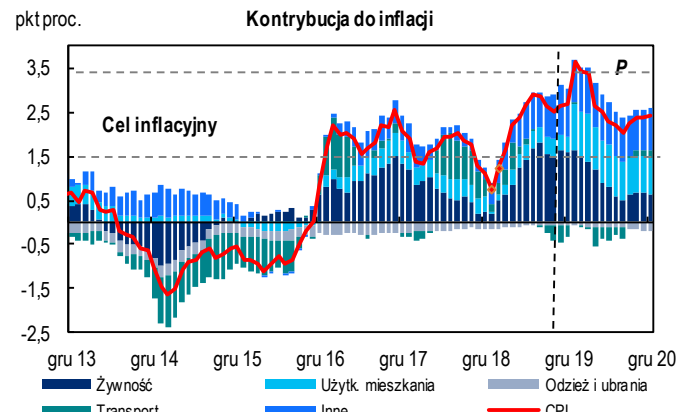
zmiany inflacji bazowej². Co więcej, w okresie ostatniej dekady nie są widoczne zmiany strukturalne w wartościach parametrów modelu, co sugeruje, że krzywa Phillipsa była w tym czasie stabilna.

Wykres 21. Nasze szacunki wskazują na odwrócenie cyklu w Polsce i zmniejszenie presji cenowej, które z opóźnieniem kilku kwartałów powinno być uwidocznione w inflacji bazowej



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Wykres 22. Oczekujemy jedynie przejściowego wzrostu inflacji w I kw. w związku ze spodziewaną podwyżką cen energii elektrycznej



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Na podstawie otrzymanych wyników można również zidentyfikować kategorie inflacji, które są najbardziej wrażliwe na zmiany popytu. Najsilniejszą korelacją z miarami aktywności gospodarczej wykazują się ceny z następujących kategorii: restauracje i hotele, wyposażenie mieszkania, użytkowanie mieszkania, żywność i napoje bezalkoholowe oraz edukacja. Analiza zmian tych komponentów może również służyć za pierwszy sygnał świadczący o zmianach presji popytowej.

Powyższe szacunki, łącznie z naszymi prognozami spowolnienia gospodarczego, rzeczywiście przemawiają za scenariuszem stopniowego ograniczenia popytowej presji inflacyjnej. Niemniej ścieżka inflacji bynajmniej nie będzie przypominała linii prostej. **Nasze prognozy sugerują, że w najbliższych kilku miesiącach wskaźnik CPI wzrośnie z obecnego poziomu 2,6% do około 3,5% na początku 2020 roku, a dopiero w kolejnych miesiącach zacznie się obniżać i pod koniec roku powróci w okolice lub nawet poniżej celu banku centralnego (2,5%).** Ta nieprawdopodobnie „garbata” ścieżka to efekt między innymi podwyżek cen energii elektrycznej, wzrostu akcyzy oraz „efektu bazy”.

Ceny energii – W naszym scenariuszu zakładamy, że ceny prądu zostaną podniesione na początku 2020 roku o około 10%, dodając do inflacji 0,4 pkt. proc. Powyższe założenie jest zbliżone do pojawiających się ostatnio sugestii przedstawicieli rządu, choć niektóre doniesienia wspominają również o podwyżkach o 5-7%. Gdyby skala zmian cen prądu okazała się niższa od zakładanych przez nas 10%, oznaczałoby to proporcjonalnie mniejszy wpływ na inflację. Choć nieznacznie obniżyłoby to ścieżkę inflacji, nie zmieniałoby zasadniczo jej kształtu i dlatego tę kwestię traktujemy jako mniej istotną. Dopiero zupełna rezygnacja z podwyżek cen prądu lub

² Na marginesie można dodać, że o ile wyniki byłyby bardzo podobne dla Czech, w przypadku Węgier zmiany aktywności w kraju miałyby niewielki wpływ, w przeciwieństwie np. do zmian niemieckiej luki popytowej.

przyjęcie znacznie większych podwyżek mogłoby mieć istotny wpływ na interpretację napływających danych.

Podwyżka akcyzy i cen administracyjnie kontrolowanych – Wzrost akcyzy na tytoń i alkohol może mieć niewielki wpływ na inflację (nieco powyżej 0,1pp), rozłożony na kilka miesięcy, począwszy od lutego lub marca. Dodatkowo istnieje duża skala niepewności związana z podwyżkami cen, które podlegają administracyjnej lub quasi-administracyjnej kontroli. Rosnące opłaty za wywóz śmieci to jeden z tych czynników, ale można spodziewać się, że nie jedyny i że samorządy będą próbować poprawić swoją sytuację dochodową w obliczu rosnącej presji wydatkowej.

Powyższe czynniki powinny odpowiadać za znaczny wzrost inflacji w okolicie 3,5% na początku 2020 roku. Za spadek w kolejnych miesiącach odpowiadać będzie między innymi ograniczenie dynamiki cen żywności związane z tym, że ceny będą porównywane do wyjątkowo wysokich cen z 2019 roku, kiedy odnotowano wzrosty cen mięsa i warzyw. Ponadto w trakcie 2020 roku odczuwalny powinien stać się również spadek presji inflacyjnej związany ze spowolnieniem gospodarczym. Oczywiście możliwe są wyjątki - w niektórych kategoriach koszyka inflacyjnego można spodziewać się utrzymania presji związanej z rosnącymi kosztami pracy (dotyczy to m.in. usług medycznych lub edukacyjnych). Ogólnie jednak spodziewamy się, że po początkowym wzroście zarówno CPI, jak i inflacja bazowa obniżą się w trakcie 2020 roku.

Polityka pieniężna bez niespodzianek

W polityce pieniężnej nigdy nie ma automatyzmu, gdyż decyzje zawsze zależą od subiektywnej oceny lub preferencji członków RPP. Sygnały płynące ze strony większości członków RPP, w tym również prezesa NBP, wyraźnie sugerują, że scenariusz stabilizacji stóp procentowych w Polsce jest powszechnie akceptowany w banku centralnym jako scenariusz podstawowy. Zmiany w polskiej gospodarce, których spodziewamy się w 2020 roku raczej tego nie zmienią.

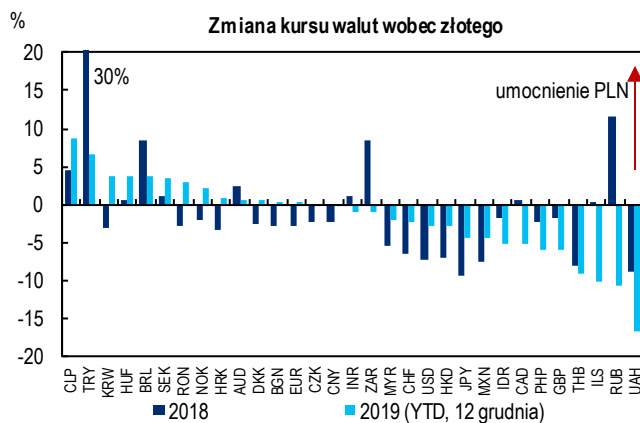
Co prawda inflacja wyraźnie wzrosła na początku roku, jednak RPP najprawdopodobniej będzie wolała koncentrować się na jej późniejszym spadku w kierunku celu NBP. Już w grudniowym komunikacie RPP próbowała się odnieść do tej kwestii, uprzedzając jakoby obawy uczestników rynku i zasygnalizowała, że średniookresowe perspektywy inflacji są zbliżone do celu. Spowolnienie gospodarcze w okolicie 3,5% lub nawet nieco poniżej tego poziomu nie powinno również być dla RPP szczególnym zaskoczeniem, gdyż projekcje banku centralnego zakładają scenariusz niewiele bardziej optymistyczny. Dlatego **w naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przez cały 2020 rok, a prawdopodobnie i znacznie dłużej.**

Jeżeli chodzi o scenariusze alternatywne, w obecnych warunkach słabego globalnego wzrostu scenariusz obniżek stóp procentowych wydaje się bardziej prawdopodobny niż scenariusz podwyżek. Naszym zdaniem czynnikiem, który mógłby skłonić Radę Polityki Pieniężnej do ponownego cięcia stóp procentowych byłoby głębsze od oczekiwanego spowolnienie gospodarcze. Przypuszczamy jednak, że **do rozpoczęcia poważnej dyskusji o obniżkach potrzebny byłby spadek tempa wzrostu PKB w Polsce (lub jego całorocznych prognoz) poniżej 3%.**

Stabilny jak złoty

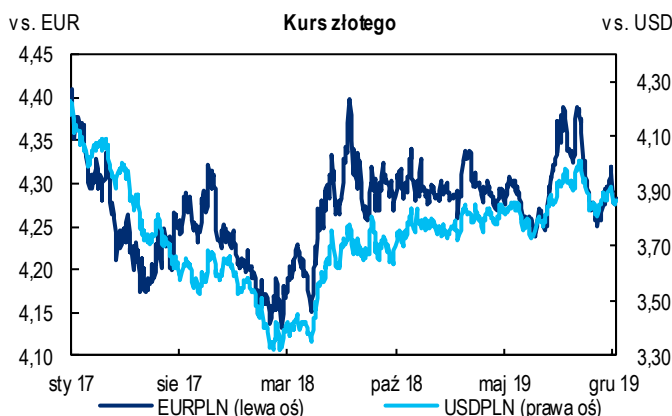
W minionym roku kurs złotego wobec euro był wyjątkowo stabilny. Mimo przejściowego wzrostu zmienności w III kwartale średnioroczna zmienność implikowana była w tym roku rekordowo niska i była jedną z najniższych wobec euro w porównaniu do innych walut. Pod koniec roku kurs EURPLN znajdował się na poziomach zbliżonych do notowanych pod koniec 2018 r., tj. ok. 4,30. Choć część inwestorów mogła obawiać się wyroku TSUE w sprawie kredytów frankowych i potencjalnych konsekwencji dla sektora bankowego i złotego w przyszłości, to po jego ogłoszeniu złoty odrobił straty. Z kolei wybory parlamentarne zostały na rynku walutowym niemal nie zauważone. Złoty pozostawał także stabilny wobec euro mimo stopniowego umacniania się dolara wobec euro w trakcie roku. To z kolei przełożyło się jedynie na wzrost kursu USDPLN.

Wykres 23. Zmiana wartości złotego wobec innych walut



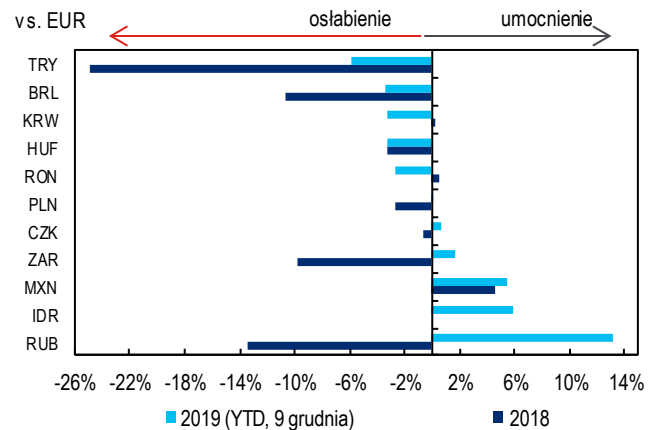
Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Wykres 25. Kurs EURPLN i USDPLN



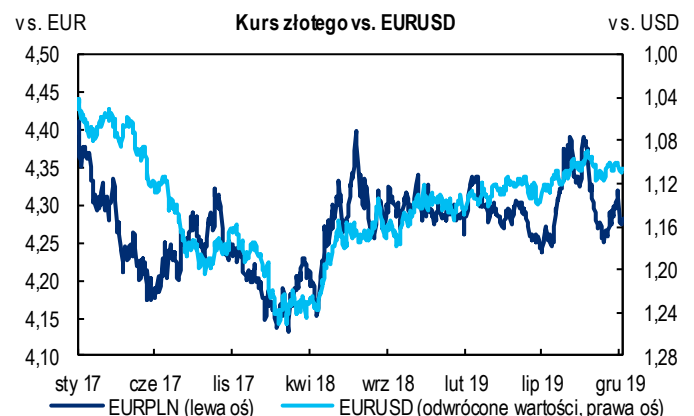
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 24. Złoty pozostawał wyjątkowo stabilny wobec euro przez większą część roku



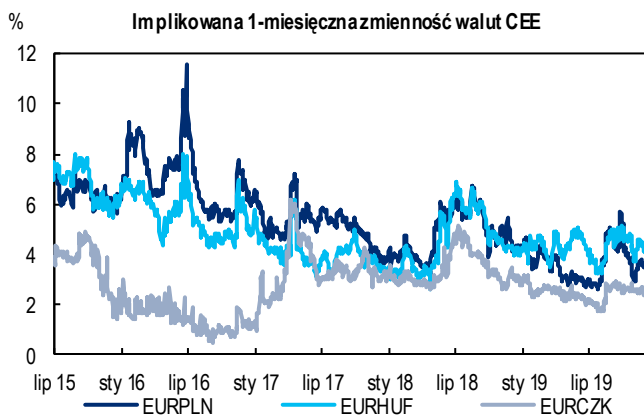
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 26. Złoty pozostawał stosunkowo stabilny mimo stopniowego umacniania dolara



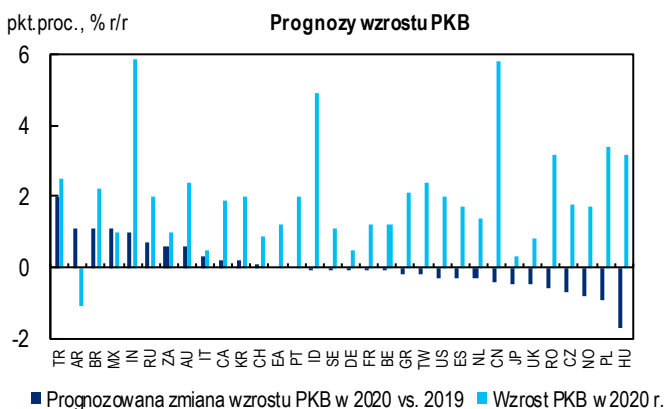
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 27. Średnioroczna zmienność kursu złotego była historycznie najniższa w 2019 r.



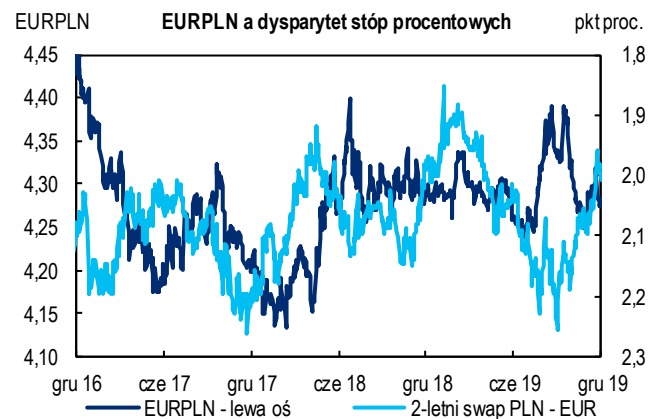
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 29. Spadek dynamiki PKB dla Polski w przyszłym roku będzie duży na tle innych krajów



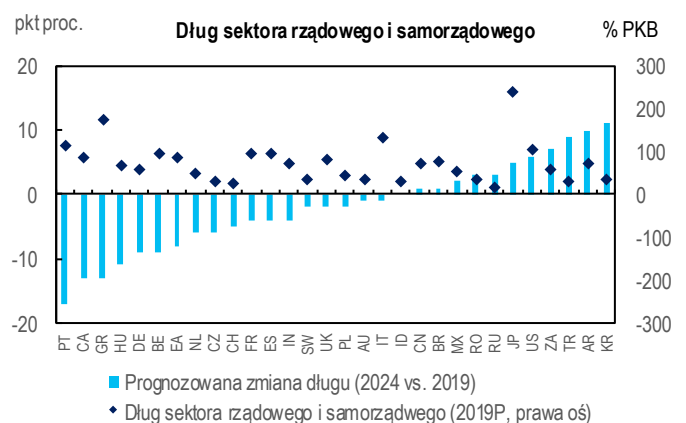
Źródło: prognoza Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 28. Stabilizacja dysparytetu stóp procentowych może być neutralna dla złotego, a skup aktywów przez EBC będzie pozytywny



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 30. Spadkowa ścieżka długu w relacji do PKB w najbliższych latach będzie korzystna dla obligacji



Źródło: prognoza Citi Research, Citi Handlowy

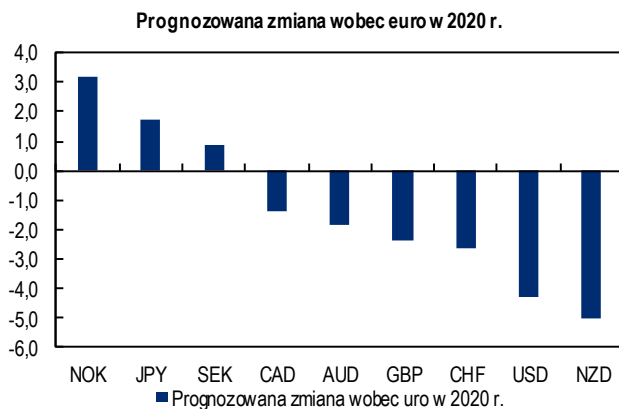
Oczekujemy stosunkowo niewielkich zmian kursu złotego także w 2020 roku, przy większej wrażliwości na czynniki zewnętrzne. W nadchodzącym roku wzrost gospodarczy nie będzie już tak sprzyjający jak w roku 2019. Choć wzrost PKB prawdopodobnie pozostanie zbliżony do potencjału, to skala spadku dynamiki PKB w 2020 r. wobec 2019 r. będzie jedną z największych wśród wszystkich gospodarek analizowanych przez Citi (wykres 29). Wynika to z efektu opóźnienia wpływu spowolnienia w strefie euro na polską gospodarkę oraz osłabienia napływu środków unijnych. W związku z tym, że widzimy ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu, dostrzegamy asymetryczne ryzyko, że złoty może zachowywać się nieco gorzej niż w bazowym scenariuszu. W obliczu spowolnienia bilans obrotów bieżących prawdopodobnie pozostanie bliski równowagi, co przy słabszym, ale wciąż stosunkowo wysokim napływie środków unijnych powinno generować dodatnie saldo obrotów bieżących i kapitałowych i zapewniać bufor bezpieczeństwa dla złotego.

Ponadto sądzimy, że polityka głównych banków centralnych pozostanie stabilna, tzn. stopy procentowe EBC nie ulegną zmianie i bank będzie kontynuował skup aktywów w skali 20 mld EUR miesięcznie. Z kolei Fed będzie, naszym zdaniem, skupował aktywa za ok. 60 mld \$ miesięcznie i

również nie zmieni stóp procentowych. Stabilizacja dysparytetu stóp procentowych może również działać stabilizująco na kurs złotego. W bazowym scenariuszu globalni stratedzy Citi oczekują umocnienia euro do dolara do 1,16 na koniec 2020 r. w związku z zakładaną stopniową i szybszą niż w USA poprawą danych makroekonomicznych w strefie euro. Wstępnym sygnałem może być zachowanie indeksów PMI dla Niemiec. Z drugiej strony trudno oczekiwać na tyle dużej poprawy PMI dla Polski, żeby nagle zmienił się materialnie trend wzrostu PKB. Ponadto biorąc pod uwagę to, że ostatnie publikacje twardych danych z USA były zdecydowanie bardziej optymistyczne niż dla strefy euro, a według ekonomistów Citi z USA wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych może zaskoczyć w górę w przyszłym roku, odreagowanie euro do dolara może nastąpić później niż zakładamy w podstawowym scenariuszu.

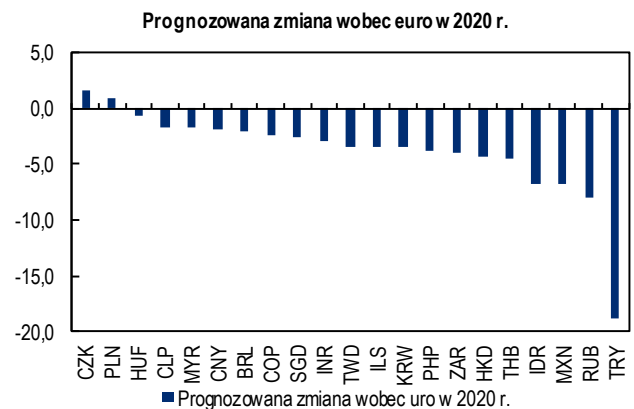
Biorąc pod uwagę korelację złotego z euro późniejsze rozpoczęcie umocnienia euro ograniczałoby potencjał do aprecjacji krajowej waluty w przyszłym roku. Większe znaczenie dla aktywów gospodarek wschodzących mogą mieć wybory prezydenckie w USA. Proces wyborczy wewnątrz Partii Demokratycznej zaczyna się już w I kwartale i już wówczas może przyczynić się do podwyższenia zmienności i osłabienia walut gospodarek wschodzących. Ryzyko wzrostu zmienności nastąpi szczególnie w sytuacji gdy w prawyborach wśród Demokratów wygra kandydat ze skrzydła lewicowego. Choć wybory w USA mogą wprowadzić zmienność na rynkach EM to wrażliwość złotego i innych walut CEE na te wydarzenia może być mniejsza niż w przypadku walut z innych regionów. Przejściowo na podwyższenie zmienności złotego mogą wpływać także kolejne okresy nasilenia się napięć między USA i Chinami w kwestiach handlowych. Ekonomiści Citi nie wykluczają także jednorazowej znacznej dewaluacji juana w przypadku znacznego nasilenia konfliktu handlowego. To z kolei mogłoby doprowadzić do osłabienia innych walut EM, tak by uchronić konkurencyjność ich gospodarek. Z drugiej strony w bazowym scenariuszu zakładamy, że ostatecznie prezydent D. Trump będzie przed wyborami prezydenckimi w listopadzie prowadził politykę handlową tak, aby istotnie nie zaszkodziła amerykańskiej gospodarce. To dawałoby nadzieje na lepsze zachowanie walut gospodarek wschodzących w II połowie roku, przy mniejszym obciążeniu ze strony napięć handlowych. W dłuższym terminie oczekujemy jednak wzrostu kursu EURUSD, co biorąc pod uwagę historyczną korelację powinno wspierać złotego. Do zewnętrznych zagrożeń dla zmienności złotego należy zaliczyć także Brexit. W bazowym scenariuszu zakładamy uporządkowany Brexit, który może prowadzić do łagodzenia polityki fiskalnej i pieniężnej w Wielkiej Brytanii oraz lekkiego umocnienia funta.

Wykres 31. Oczekujemy umocnienia euro wobec dolara i większości walut G10 (prognozy na 2020)



Źródło: Reuters, Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 32. Wobec oczekiwanego umocnienia euro do dolara waluty regionu CEE będą zachowywać się najlepiej w najbliższym roku



Źródło: Reuters, Citi Research, NBP, Citi Handlowy

Wciąż dobry czas dla obligacji

Ubiegły rok stał pod znakiem wyraźnego spadku rentowności szczególnie na długim końcu dochodowości, co doprowadziło do jej wypłaszczenia. Spadek rentowności obligacji 5-letnich i 10-letnich oraz zawężenie spreadu do rentowności 10-letnich Bundów było największe od 2014 r. W dużym stopniu do umocnienia na rynku długu przyczyniły się spadki rentowności na bazowych rynkach długu. Dla polskich obligacji 10-letnich skala spadku rentowności była większa niż w przypadku obligacji niemieckich (mimo znacznie większego spowolnienia gospodarczego w Niemczech) i była zbliżona do zmiany rentowności amerykańskich obligacji. Umocnienie na rynku długu nastąpiło mimo wzrostu inflacji i oczekiwań na jej dalszy skokowy wzrost powyżej górnej granicy celu inflacyjnego. Istotniejsze od samej inflacji były perspektywy polityki pieniężnej. Choć RPP nie zmieniała stóp procentowych i potwierdzała determinację do utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie jak najdłużej, to rynek FRA zaczął wyceniać obniżkę stóp procentowych. Wynikało to z zewnętrznych zagrożeń dla wzrostu i oczekiwań spowolnienia gospodarczego. Ponadto pozytywnie na ceny obligacji oddziaływały dobre wyniki budżetu i znacznie niższe od wstępnych szacunków potrzeby pożyczkowe.

W 2020 r. korzystne warunki dla rynku długu mogą się utrzymać, choć zmiana rentowności będzie zapewne znacznie mniejsza. Spodziewamy się wyhamowania wzrostu gospodarczego z ryzykiem w dół dla naszych prognoz. Ponadto, wzrost inflacji w I kw. będzie prawdopodobnie jedynie przejściowy, a w kolejnych miesiącach dynamika cen konsumentów prawdopodobnie spadnie poniżej celu. Dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy stóp NBP. Ponadto spodziewamy się stosunkowo niskiego poziomu potrzeb pożyczkowych netto i brutto, zbliżonych do zanotowanych w 2019 r. Na uwagę zwraca fakt, że już 33% potrzeb przyszłorocznych zostało prefinansowanych. Jednocześnie jednak dostrzegamy asymetryczne ryzyko po stronie wyższych potrzeb i emisji w przypadku głębszego spowolnienia i możliwego łagodzenia fiskalnego w związku z wyborami.

Ponadto w bazowym scenariuszu oczekujemy dalszego umocnienia na amerykańskim rynku długu, co może przyczyniać się do zwiększenia

napływu kapitału także do Polski. Pozytywnie na popyt na krajowe obligacje może oddziaływać także program skupu aktywów uruchomiony przez EBC. Największe ryzyko dla rynku długu stanowi naszym zdaniem dodanie Chin do indeksów obligacji, na podstawie których międzynarodowi inwestorzy budują swoje portfele. Waga Chin w indeksie JP EMBI ma docelowo wynieść 10% i począwszy od lutego rosnąć o 1% miesięcznie. Łącznie może to oznaczać odpływ kapitału ze strony inwestorów "benchmarkowych" nawet do 10 mld zł. Z drugiej strony nie wykluczone, że ten proces zaczął się już w tym roku i skala wyprzedaży obligacji krajowych w przyszłym roku będzie znacznie mniejsza. Sądzymy, że podobnie jak w latach poprzednich głównym inwestorem na krajowym rynku obligacji pozostaną krajowe banki. Istotnym wydarzeniem dla zmienności globalnej, a także krajowego rynku obligacji mogą być wybory prezydenckie w USA (3. listopada). Istotnym okresem w tej kwestii będą wybory wśród Demokratów, które rozpoczną się i nabiorą tempa już w I kwartale. Istotne dla awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach będzie też prawdopodobne kolejne bankructwo Argentyny, które może mieć miejsce już na przełomie roku. Mniejsze ryzyko dostrzegamy po stronie Brexitu, gdyż oczekujemy uporządkowanego procesu wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej.

Sądzymy, że spowolnienie wzrostu gospodarczego przyczyni się do spadku stóp swap, a wyższa emisja długu i ryzyka zewnętrzne mogą prowadzić do rozszerzenia spreadów kredytowych asset swap. Rozszerzenie spreadów może mieć miejsce szczególnie w I kwartale, kiedy zwykle Ministerstwo Finansów emituje dużo obligacji. W przyszłym roku emisja netto na rynku krajowym w pierwszych miesiącach roku może być wysoka w związku z niskimi zapadalnościami obligacji krajowych, wysoką zapadalnością obligacji zagranicznych w kwietniu oraz planem resortu finansów do redukcji zadłużenia walutowego. W I kwartale może skumulować się także emisja długu walutowego.

Tabela 5. Prognozy stóp procentowych i rentowności

	Bieżący poziom (12 grudnia)	I kw. 20P	II kw. 20P	III kw. 20P	IV kw. 20P	I kw. 21P	II kw. 21P
Stopa Fed	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
LIBOR \$ 3M	1,89	2	2	2	2,1	2,1	2,1
2-letnia obligacja (USA)	1,65	1,28	1,1	0,93	0,75	0,75	0,75
5-letnia obligacja (USA)	1,68	1,33	1,15	0,98	0,8	0,8	0,8
10-letnia obligacja (USA)	1,83	1,63	1,5	1,38	1,25	1,25	1,25
Stopa EBC	0	0	0	0	0	0	0
Stopa depozytowa EBC	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
EURIBOR 3M	-0,44	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
2-letnia obligacja (DE)	-0,68	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,55	-0,55
5-letnia obligacja (DE)	-0,57	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,45	-0,45
10-letnia obligacja (DE)	-0,31	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
Stopa NBP	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	0	0
WBOR 3M	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
2-letnia obligacja (PL)	1,41	1,5	1,55	1,5	1,45	1,50	1,50
5-letnia obligacja (PL)	1,75	1,80	1,75	1,70	1,65	1,70	1,75
10-letnia obligacja (PL)	2,00	2,05	2,05	2,00	1,90	1,95	2,00

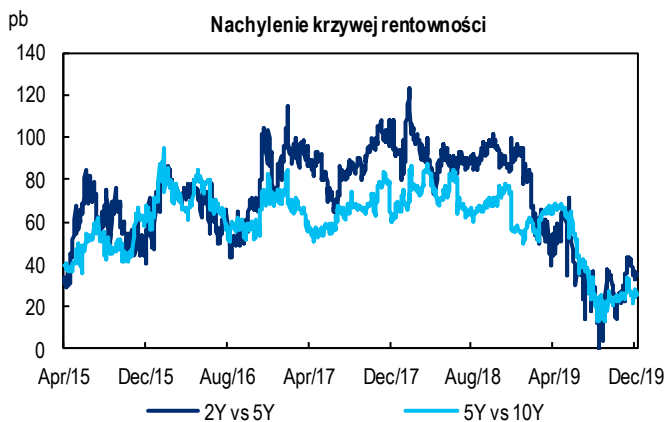
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Tabela 6. Rynek obligacji

	2L	5L	10L	Spread 2-5	Spread 2-10	Spread do Bundów (PL10Y - DE10Y)
2011	4,87	5,34	5,91	48	104	4,09
2012	3,12	3,22	3,73	10	61	3,12
2013	3,03	3,65	4,35	62	133	3,03
2014	1,77	2,15	2,54	38	76	1,99
2015	1,64	2,23	2,94	59	71	0,60
2016	2,04	2,89	3,63	86	74	0,47
2017	1,71	2,65	3,30	94	65	1,52
2018	1,35	2,29	2,85	95	55	1,94
11-Nov	1,43	1,86	2,19	42	34	1,58
11-Dec	1,40	1,75	2,02	35	26	1,49
zmiana	pb	pb	pb	pb	pb	pb
2012	-175	-212	-218	-38	-43	-97
2013	-9	43	62	52	72	-9
2014	-125	-150	-182	-24	-56	-103
2015	-14	8	40	21	-5	-140
2016	40	67	70	27	3	-13
2017	-32	-24	-33	8	-9	105
2018	-37	-36	-45	1	-10	42
1M	-4	-10	-18	-7	-7	-9
YTD (12 gru)	5	-54	-83	-59	-29	-45

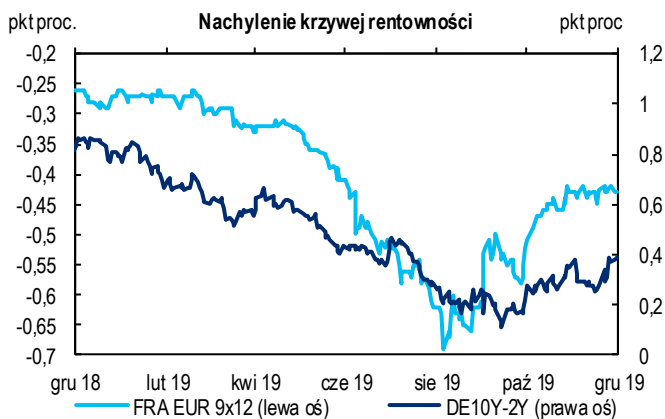
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 34. ... i wyraźnego wypłaszczenia krzywej rentowności



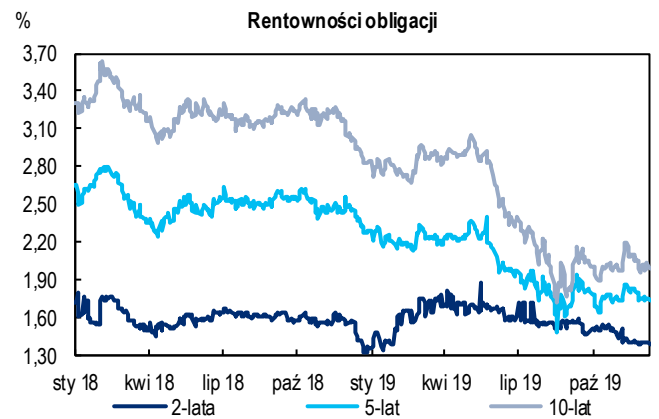
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 36. ... co wynikało z łagodzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne: EBC obniżył stopę depozytową i uruchomił QE



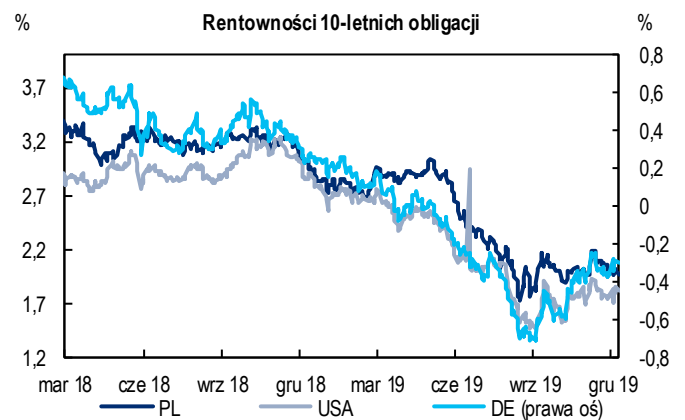
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 33. W 2019 r. doszło do znacznego spadku rentowności ...



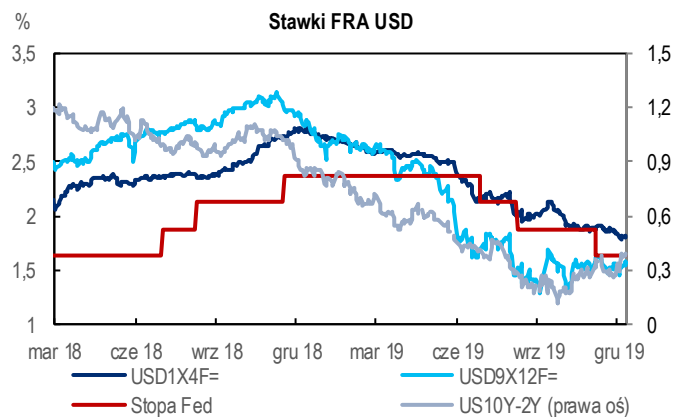
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 35. Do umocnienia na rynku długu przyczyniły się spadki rentowności na bazowych rynkach długu ...



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

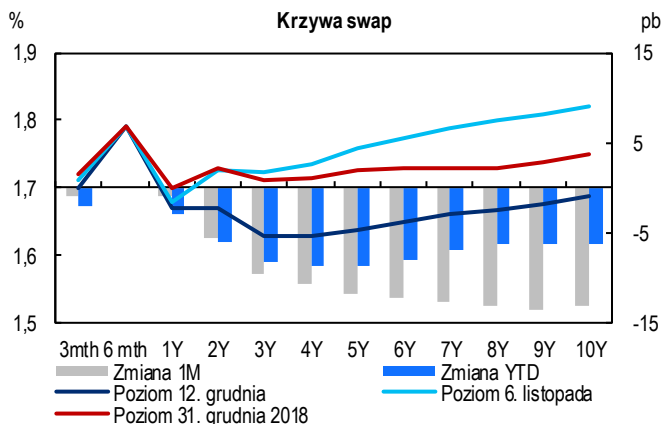
Wykres 37. Fed obniżył stopy trzykrotnie



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

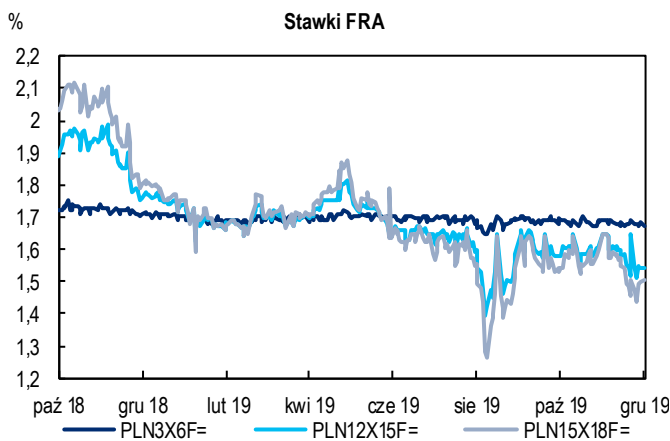
Wykres 38. Spadki rentowności nastąpiły wraz ze spadkiem stóp swap

...



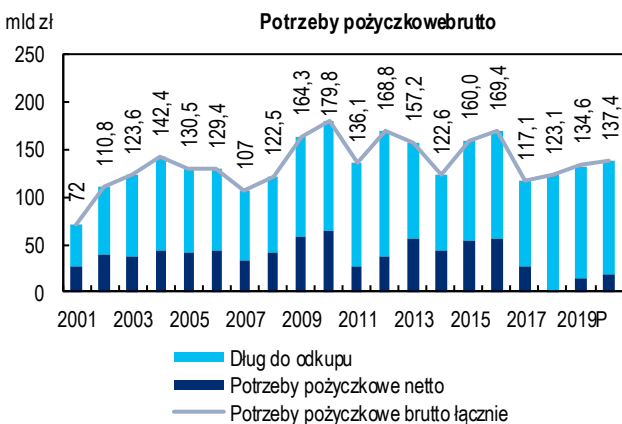
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 40. Słabsze perspektywy wzrostu w kolejnych latach i ryzyka zewnętrzne przyczyniły się do spadku stawek FRA



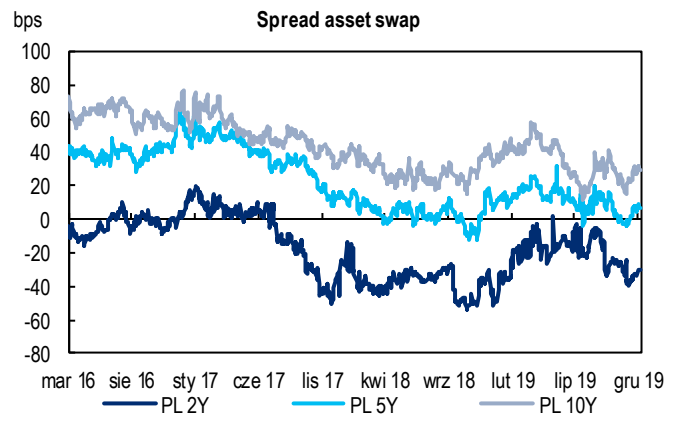
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 42. Ministerstwo Finansów spodziewa się tylko niewielkiego wzrostu potrzeb pożyczkowych brutto ...



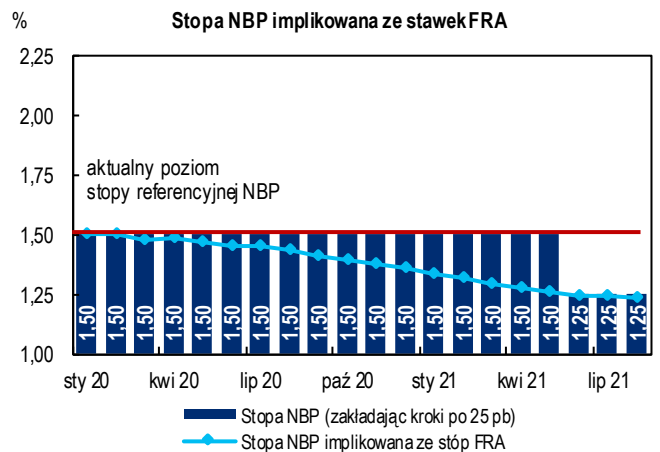
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 39. ... przy wzroście spreadów asset swap na krótkim końcu



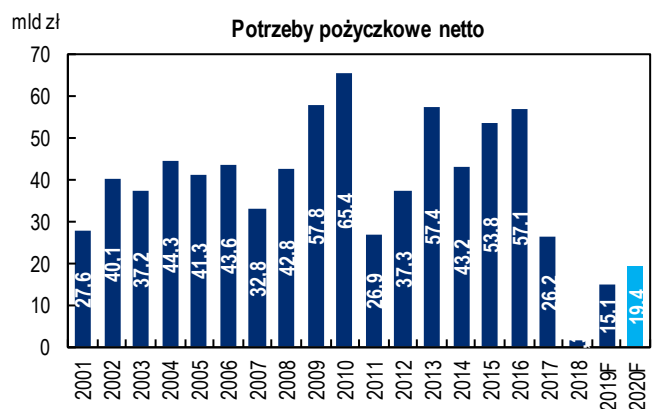
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 41. Rynek wycenia obniżkę stóp



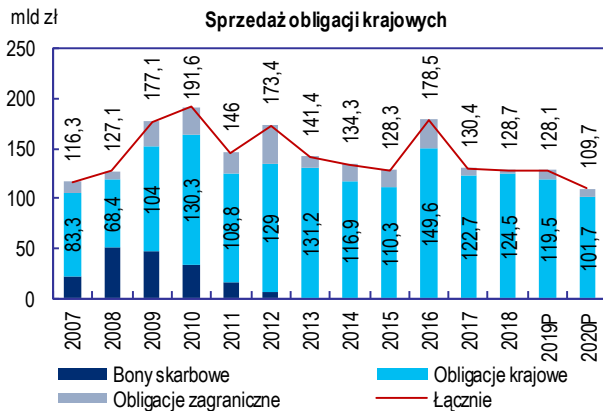
Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Wykres 43. ... przy nieznacznym wzroście potrzeb pożyczkowych netto



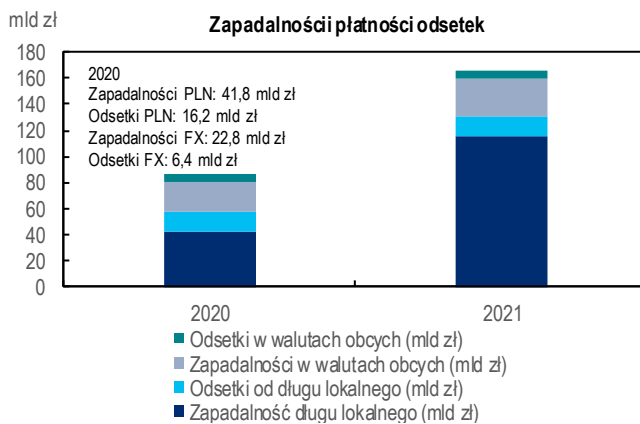
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 44. Planowane we wstępnym projekcie budżetu emisje brutto mają być w 2019 roku niższe ...



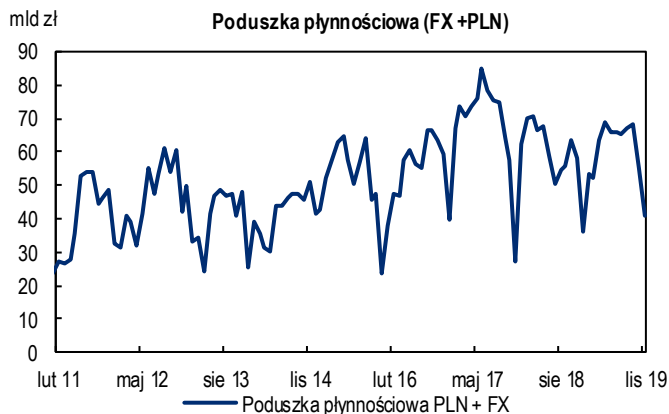
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 46. Łączna kwota zapadalności i płatności odsetkowych w przyszłym roku jest stosunkowo niewielka, ale emisje mogą być większe niż założono w budżecie w związku z dużymi zapadalnościami w 2021 r.



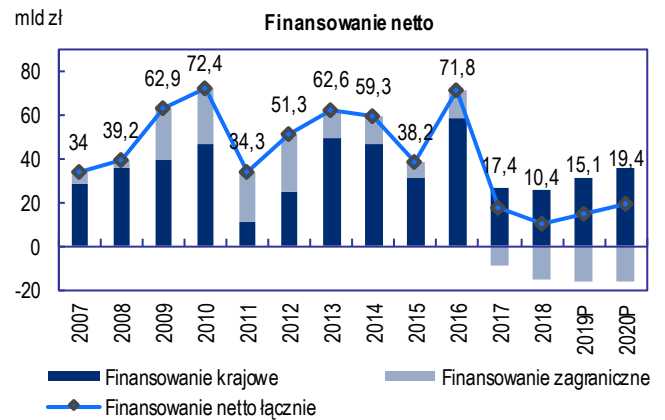
Źródło: Bloomberg, Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 48. Depozyty resortu finansów pozostają wysokie



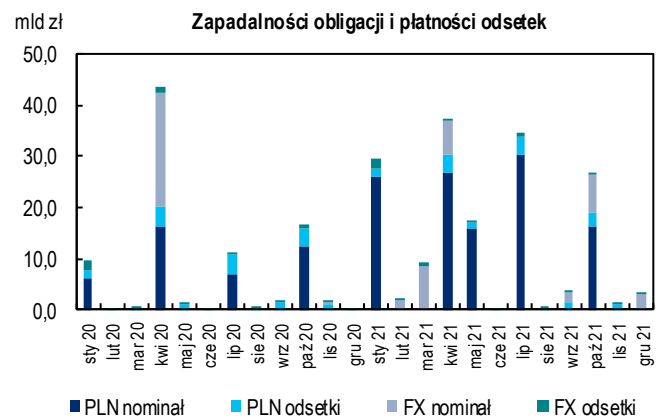
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 45. ... przy dalszym wzroście finansowania krajowego



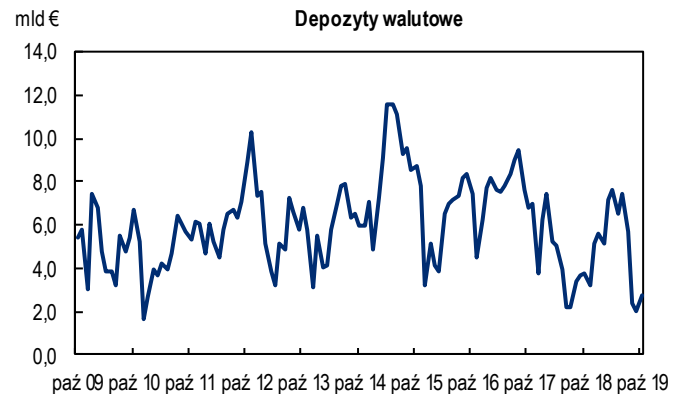
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 47. W I połowie roku zapada duża pula obligacji walutowych, które mogą być finansowane z krajowych emisji



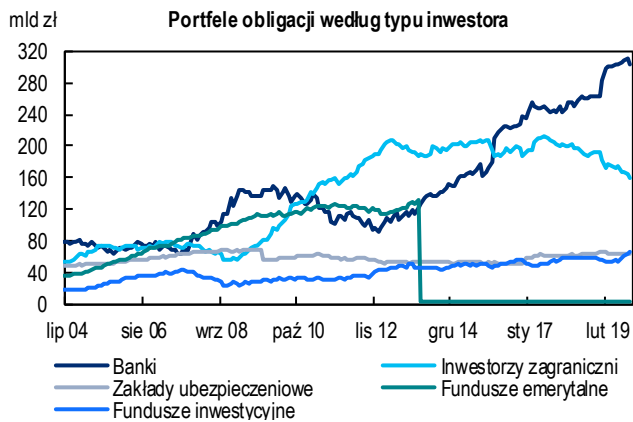
Źródło: Bloomberg, Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 49. Stan depozytów walutowych jest niski, co może oznaczać kumulację emisji EUR na początku roku



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 50. Inwestorzy zagraniczni ograniczali swoje zaangażowanie na polskim rynku obligacji krajowych w 2019 r.



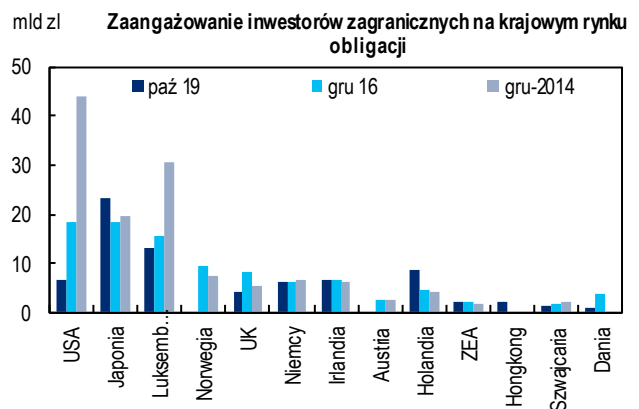
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Tabela 7. W minionym roku wśród inwestorów zagranicznych swoje pozycje zredukowały przede wszystkim banki centralne

		Banki	Banki centralne	Fundusze emerytalne	Fundusze inwestycyjne	Rachunki zbiorcze	Inne	Ogółem
poziom zaangażowania na krajowym rynku obligacji	paź 19	4,2	18,6	11,8	25,7	53,8	44,9	159,2
	wrz 19	5,8	18,5	11,8	26,2	54,2	46,6	163,1
	lip 19	6,0	18,9	11,8	27,4	54,9	48,8	167,7
	gru 18	3,9	38,2	13,7	32,3	51,5	51,9	191,4
udział (%)	paź 18	3,2	38,6	13,8	30,8	53,0	52,8	192,2
	paź 19	3%	12%	7%	16%	34%	28%	100%
	wrz 19	2%	20%	7%	17%	27%	29%	100%
	paź 18	2%	20%	7%	16%	28%	29%	100%
zmiana (mld zł)	1M	-1,5	0,1	0,0	-0,5	-0,4	-1,7	-4,0
	3M	-1,7	-0,2	0,0	-1,6	-1,1	-3,9	-8,5
	YTD	0,4	-19,5	-1,9	-6,6	2,4	-6,9	-32,2
	r/r	1,0	-20,0	-2,0	-5,0	0,8	-7,9	-33,0

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 51. Ograniczanie portfeli kontynuowali przede wszystkim inwestorzy z USA, a inwestorzy z Japonii zwiększyli ekspozycję



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 52. Według wstępnego projektu budżetu emisja netto krajowych obligacji ma wzrosnąć o obligacji walutowych ma się obniżyć

	Planowana emisja netto (2020 r.)	Planowana emisja brutto (2020 r.)	Planowana realizacja netto w 2019 r.	Planowana realizacja brutto w 2019 r.
Rynkowe obligacje skarbowe	31,5	91,0	21,6	98,5
- o stałym oprocentowaniu	12,7	62,1	2,9	63,4
- o zmiennym oprocentowaniu	18,4	28,5	18,7	35,1
- indeksowane	0,4	0,4	0	0
Obligacje oszczędnościowe	4,0	10,7	10,7	10,7

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy* na podstawie wstępnego projektu budżetu na 2020 r.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 8. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2018			2019									
	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	5,5	9,2	7,6	-2,6	5,8	-1,5	5,5	3,5
Produkcja przemysłowa (% m/m)	9,9	-3,7	-11,5	7,3	-1,5	9,8	-3,6	-0,1	-5,8	2,8	-6,1	10,7	7,8
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	7,4	4,1	2,2	5,2	7,0	6,3	9,7	7,7	-3,3	6,6	-1,6	5,8	3,6
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	22,5	17,1	12,3	3,2	15,1	10,8	17,4	9,6	-0,7	6,7	2,6	7,6	-4,0
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	7,8	6,9	3,9	5,2	5,6	1,8	11,9	5,6	3,7	5,7	4,4	4,3	4,6
Stopa bezrobocia (%)	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1	5,1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	3,7	2,5
Ceny													
Inflacja (% r/r)	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5
Inflacja (% m/m)	0,4	0,0	0,0	-0,2	0,4	0,3	1,1	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,5	2,6	1,4	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,5	-0,4	-1,0	0,2	0,5	0,1	0,4	0,2	-0,5	0,1	0,3	0,4	-0,4
Place - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	5,7	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	8,4	5,9
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-447	113	-1.528	2.529	-630	217	357	379	-310	-797	-657	171	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-419	102	-1295	316	-288	399	356	7	-36	-345	-104	468	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	20962	20446	15570	18700	18522	19822	19448	19598	18023	19286	17594	19279	-
Eksport (% r/r)	14,7	9,3	-0,5	5,9	10,5	7,8	9,4	11,6	-3,1	7,7	-0,1	9,3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	21381	20344	16865	18384	18810	19423	19092	19591	18059	19631	17698	18811	-
Import (% r/r)	19,3	10,3	0,2	2,1	8,4	2,8	7,7	10,1	-4,7	8,4	-2,5	4,3	-
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,3	9,5	11,6	7,6	9,8	9,9	10,4	9,9	9,3	9,9	9,9	9,4	9,3
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9,0	9,5	10,1	10,7	11,2	11,4	11,8	11,7	11,1	10,9	11,3	11,1	10,2
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	3,9	4,7	4,3	2,3	4,9	5,7	8,2	7,5	6,7	8,4	7,2	7,7	9,6
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	6,1	6,6	7,0	6,6	6,5	6,9	6,9	6,1	6,0	6,8	6,8	7,2	6,4
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	7,2	7,3	7,6	7,4	6,8	7,4	6,6	4,2	4,0	4,3	5,2	3,7	2,9
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M (średnio)	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,27	1,11	0,90	1,37	1,48	1,57	1,61	1,54	1,40	1,19	1,30	1,24	1,06
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,56	1,54	1,35	1,49	1,75	1,69	1,69	1,67	1,62	1,56	1,57	1,52	1,44
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,47	2,48	2,29	2,15	2,33	2,20	2,35	2,11	1,98	1,89	1,68	1,78	1,73
EUR/PLN (koniec okresu)	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30	4,28	4,28	4,24	4,29	4,38	4,37	4,26
USD/PLN (koniec okresu)	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82	3,83	3,73	3,87	3,98	4,01	3,82
EUR/USD (koniec okresu)	1,13	1,13	1,15	1,14	1,14	1,12	1,12	1,12	1,14	1,11	1,10	1,09	1,12
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-6,5	-11,1	10,4	-6,6	0,8	4,5	0,1	2,2	5,0	4,8	2,0	1,8	3,2
Def. budżetowy skum. (% planu)	-15,6%	-26,7%	25,1%	-23,1%	2,8%	15,7%	0,3%	7,6%	17,7%	16,8%	4,8%	4,3%	7,7%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 9. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	586	580	635	700
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.241	2.366	2.502
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.262	15.101	16.577	18.272
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	5,5	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,3	3,4	3,4
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	7,0	0,0	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,5	4,2	4,2	3,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,2	4,3	3,4
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	3,3	4,3	5,2
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,4	4,5	4,7
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,7	2,4	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	2,6	2,5
Plące nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,8	7,0	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,58	7,44	4,91	3,53	7,35	7,00	6,50	0,00
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	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,10	1,90	2,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,87	3,67	3,51
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,84	3,76	3,61
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,30	4,26	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,28	4,26
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-3,4	-0,8	-1,7	-2,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-0,1	-0,3	-0,3
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	-3,2	-3,1	-1,5
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	254,5	266,7	305,0
Import	215,0	188,6	193,2	226,6	260,1	257,6	269,8	306,5
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	26,9	26,2	27,1
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-21,2	-21,5	-23,5
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4	133,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-2,6	-2,4	-1,5	-0,4	0,9	1,2	-2,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,1	0,5	0,2	-0,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	44,9	44,3	43,1

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 10. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	4,3	3,4	3,4	3,2	2,7	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	2,6	2,5	2,3	2,3	2,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,5	0,6
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,74	3,87	3,67	3,51	3,40	3,22	3,10
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,76	3,61	3,46	3,27	3,43
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,30	4,26	4,25	4,25	4,25	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,28	4,26	4,25	4,25	4,25

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.
