

CitiMonthly

Perspektywy na 2019 rok

- Zgodnie z coroczną tradycją, w poniższym raporcie podsumowujemy nasze oczekiwania dotyczące nadchodzącego roku.
- Gospodarka spowalnia, ale 2019 rok może ponownie okazać się lepszy od prognoz rynkowych. Naszym zdaniem jest szansa na wzrost nieco przekraczający 4%. Zagrożeń dostrzegamy głównie po stronie inwestycji, które - po imponującym odbiciu w III kw. - mogą ponownie rosnąć wolniej.
- Bieżąca inflacja jest bardzo niska i w całym 2019 r. prawdopodobnie będzie niższa niż zakłada projekcja NBP. Niemniej wielu inwestorów liczących dotychczas na odbicie CPI, pogodziło się już ze scenariuszem bardzo niskiej inflacji. Przy obniżonych oczekiwaniach rozkład potencjalnych ryzyk wydaje się niesymetryczny i przechylony w kierunku wyższej od prognozowanej inflacji.
- Oczekujemy, że w 2019 roku utrzyma się presja płacowa, a wynagrodzenia wzrosną o ponad 7%. Pomimo silnego wzrostu gospodarczego wyniki firm – mierzone jako nadwyżka operacyjna – są na najniższych od kilkunastu lat poziomach. Przy tak niskich marżach ryzyko szybszego wzrostu cen wydaje się prawdopodobnym scenariuszem.
- Podobnie jak 2018 rok, naszym zdaniem również najbliższe dwanaście miesięcy będzie okresem gdy polityka gospodarcza będzie wsparciem dla (i tak szybko rosnącej) gospodarki.
- Oczekujemy, że niski poziom stóp procentowych w kraju będzie sprzyjał utrzymaniu kursu złotego wobec euro na relatywnie słabym poziomie.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

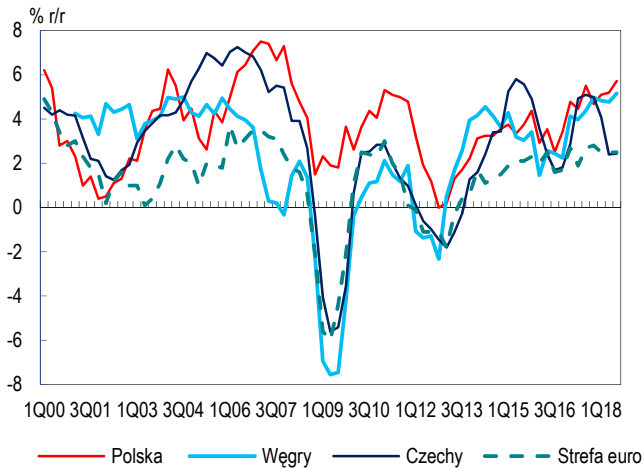
Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	III kw.18P	IV kw.18P	I kw.19P	II kw.19P	III kw.19P	IV kw.19P
PKB (% r/r)	5,1	4,7	4,2	4,1	4,0	4,3
Inwestycje (% r/r, śr.)	9,9	7,6	7,3	7,8	6,6	7,1
Konsumpcja prywatna (% r/r, śr.)	4,5	4,3	4,5	4,3	4,2	4,1
Inflacja (% r/r, średnia)	2,0	1,4	1,9	2,1	2,1	2,4
Stopa bezrobocia (%)	5,7	5,9	6,2	5,5	5,4	5,7
Stopa ref. NBP (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
EURPLN	4,28	4,30	4,30	4,30	4,29	4,29
USDPLN	3,69	3,77	3,74	3,68	3,61	3,55
Rentown. obligacji 10L (%)	3,24	3,00	3,20	3,35	3,45	3,55
EURUSD	1,16	1,14	1,15	1,17	1,19	1,21
Stopa Fed (%)	2,25	2,50	2,75	3,00	3,00	3,00
Stopa depozytowa EBC (%)	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,25	0,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy składowych PKB i inflacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 10.12.2018 r.; R – realizacja, P-prognoza

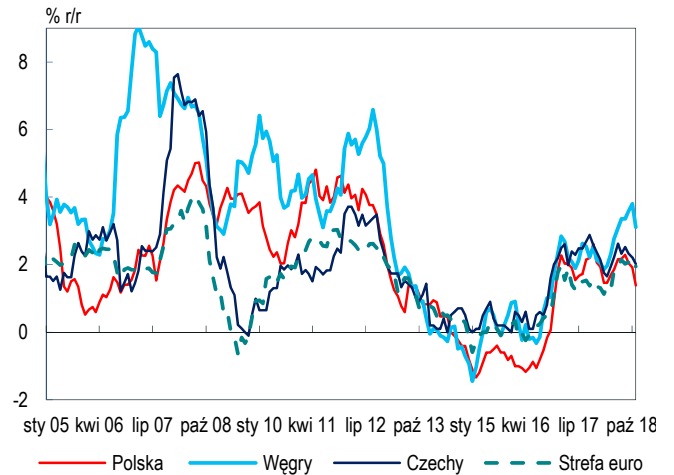
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



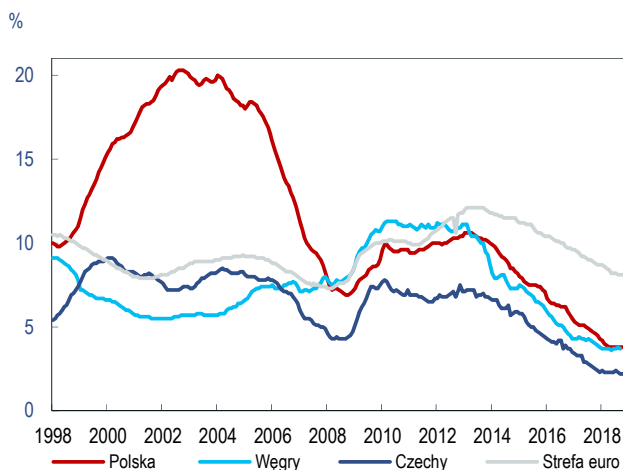
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



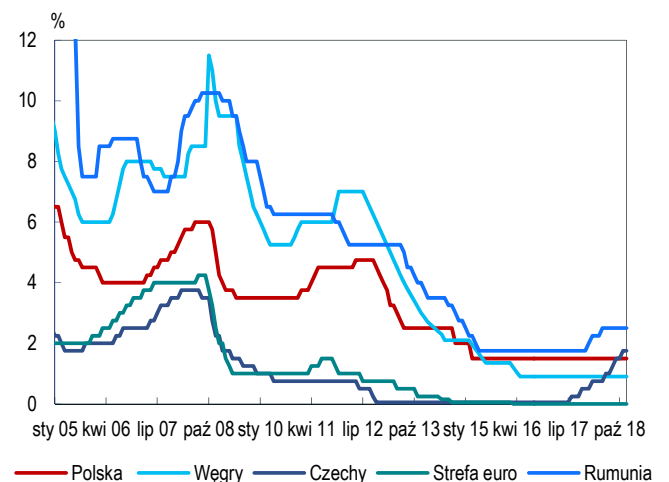
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



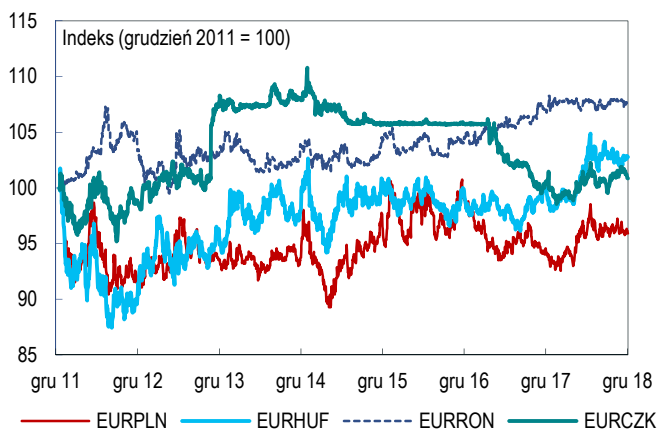
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



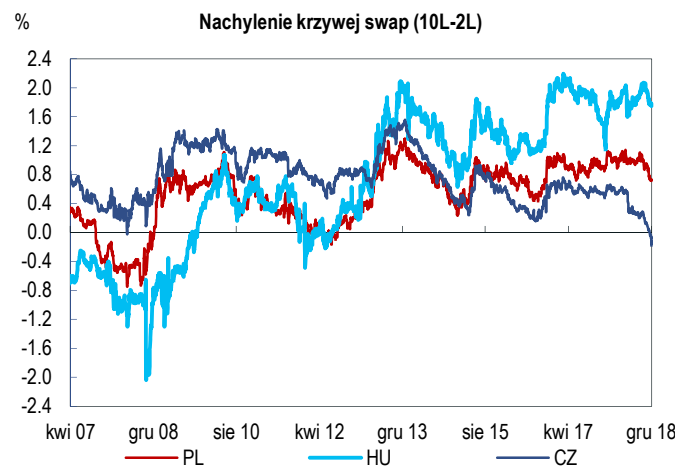
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

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:

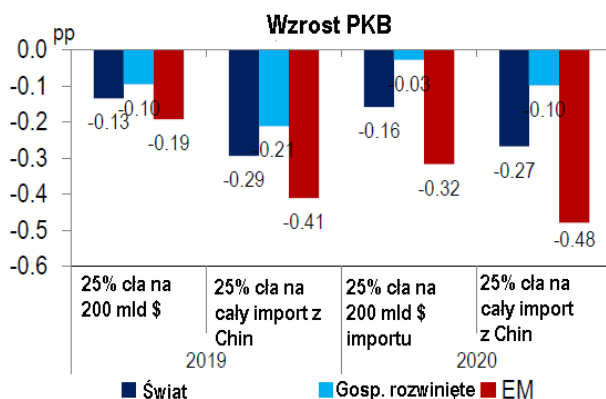
- W 2019 roku w Stanach Zjednoczonych oczekujemy relatywnie silnego wzrostu (2,8%), który jednak może słabnąć w II połowie roku w związku z wygasaniem pakietu stymulacji fiskalnej. Spodziewamy się jeszcze dwóch podwyżek przez Fed.
- Wzrost gospodarczy w Niemczech stabilizuje się i jest napędzany głównie popytem krajowym, podczas gdy wojny handlowe i sytuacja w Chinach negatywnie wpływają na eksport. Nawet jeżeli Chiny odnotują znaczną poprawę, zajmie to około pół roku zanim przełoży się ona na przyspieszenie w Niemczech.
- Na skutek zmian w Radzie Gubernatorów (odejście M. Draghi, P. Praet oraz Coeure), funkcja reakcji EBC zapewne stanie się bardziej „jastrzębia”. Oczekujemy podwyżki stopy depozytowej o 15pb we wrześniu oraz o kolejne 25pb w IV kw.
- Stany Zjednoczone i Chiny zgodziły się na handlowe „zawieszenie broni”, które ma potrwać trzy miesiące. W tym czasie obie strony będą rozmawiać na temat spornych kwestii, jednak naszym zdaniem porozumienie będzie trudne do osiągnięcia. Jeżeli do niego nie dojdzie, cła na 200 mld USD chińskiego eksportu do USA zostaną podniesione do 25%. Niezależnie od „zawieszenia broni” konflikt handlowy już teraz wywiera negatywny wpływ na gospodarki i łącznie może odjąć około 0,3 pkt. proc. od światowego wzrostu w 2019 roku.
- Konflikt USA-Chiny może nie zakończyć się w przyszłym roku i może wykraczać poza sferę handlu zagranicznego i regulacji przepływu inwestycji w związku ze strategią administracji USA polegającą na ograniczaniu siły największego strategicznego konkurenta Stanów Zjednoczonych jakim są Chiny.
- Kluczowym wydarzeniem w przyszłym roku będzie proces wyjścia Wielkiej Brytanii z UE. Póki co wiadomo, że nie wiadomo jak się on potoczy. Możliwe scenariusze uwzględniają zarówno twardy Brexit (który oznaczałby obniżenie wzrostu PKB Wielkiej Brytanii łącznie o 5 pkt proc. w ciągu 2-3 lat), renegocjację porozumienia, odroczenie ostatecznego terminu wyjścia, wcześniejsze wybory czy nawet drugie referendum. Nasz bazowy scenariusz zakłada brak twardego Brexitu.
- Główne banki centralne stopniowo zacieśniają politykę pieniężną i ograniczają programy skupu aktywów. W 2019 roku skala skupu aktywów netto przez banki centralne krajów G10 będzie (po raz pierwszy od 2008 r.) ujemna. Amerykański Fed najprawdopodobniej podwyższy jeszcze stopy procentowe dwukrotnie i zakończy cykl podwyżek stóp. Jednocześnie spodziewamy się, że EBC po zakończeniu skupu aktywów podwyższy stopy procentowe po miesiącach wakacyjnych po raz pierwszy od 2011 r. Mimo normalizacji polityki pieniężnej warunki polityki monetarnej pozostają wciąż akomodacyjne choć może się to stopniowo zmieniać w trakcie roku. Nie oczekujemy, aby decyzje banków centralnych zagroziły światowemu wzrostowi gospodarczemu.

Tabela 2. Prognozy globalne

	PKB			CPI			Stopa referencyjna (%)			Deficyt obrotów bieżących (% PKB)			Deficyt fiskalny (% PKB)			Dług publiczny (% PKB)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Świat	3,2	3,1	3,0	2,7	2,4	2,5	2,7	3,1	3,0	0,3	0,2	0,0	-2,6	-3,1	-3,1	85	86	86
USA	2,9	2,8	2,0	2,0	1,1	1,8	1,9	2,9	3,0	-2,5	-3,0	-3,6	-4,7	-6,1	-6,0	106,3	108,1	109,6
Japonia	0,8	1,1	0,4	1,0	0,7	1,1	-0,1	-0,1	0,0	3,6	4,1	4,3	-4,1	-4,3	-3,9	240,0	241,0	241,0
Strefa euro	1,9	1,5	1,6	1,7	1,3	1,5	0,0	0,0	0,4	3,1	3,2	3,2	-0,8	-1,1	-1,0	85,1	83,9	82,2
Niemcy	1,6	1,6	1,8	1,9	1,4	1,5				7,6	6,7	6,3	1,3	0,5	0,4	60,3	58,0	55,2
Francja	1,6	1,6	1,7	2,1	1,4	1,7				-0,5	-0,4	-0,4	-2,9	-3,1	-2,2	98,0	98,4	97,5
Włochy	0,9	0,2	0,7	1,3	0,8	1,1				2,6	2,4	2,3	-1,9	-2,7	-2,7	130,7	132,0	132,2
Szwecja	2,3	1,8	1,8	2,1	1,9	2,0	-0,5	-0,2	0,2	3,4	3,8	4,0	0,7	0,7	0,4	39,7	38,2	37,3
Szwajcaria	2,6	1,5	1,7	0,9	0,5	0,6	-0,8	-0,7	-0,3	10,7	9,8	9,0	0,8	0,6	0,5	28,1	27,2	25,8
UK	1,2	1,2	1,9	2,5	1,9	1,8	0,6	1,0	1,5	-3,2	-2,7	-2,5	-1,5	-1,7	-1,7	85,0	83,6	82,3
EM	4,6	4,5	4,6	3,9	4,1	3,6	5,0	5,2	4,9	0,7	0,5	0,3	-2,5	-2,6	-2,7	54,8	56,1	56,5
Chiny	6,6	6,2	6,0	2,2	2,2	2,1	3,4	3,4	3,4	0,2	-0,1	-0,1	-2,6	-3,0	-2,9	69,3	72,3	72,5
Indie	7,3	7,5	7,7	3,7	4,0	4,2	6,5	6,5	6,5	-2,7	-2,0	-1,8	-5,8	-5,6	-5,2	72,1	69,8	67,4
Indonezja	5,1	5,0	4,9	3,2	3,9	4,0	5,3	5,9	5,1	-3,0	-2,6	-2,2	-1,9	-1,9	-1,7	27,5	27,0	26,7
Korea	2,7	2,4	2,2	1,6	1,8	1,6	1,6	1,8	1,6	4,5	4,1	3,5	1,8	0,6	-0,5	38,2	39,2	40,8
Czechy	3,0	2,9	2,8	2,1	2,2	1,7	1,1	2,1	2,5	0,5	0,4	1,5	1,4	0,8	0,9	31,4	28,9	26,7
Węgry	4,6	3,6	3,1	2,9	3,1	3,3	0,9	0,9	1,5	1,4	0,8	1,3	-2,2	-1,9	-1,8	71,9	69,5	66,7
Polska	5,0	4,1	3,9	1,7	2,3	2,8	1,5	1,5	2,1	-0,6	-1,1	-1,2	-0,6	-0,8	-1,0	46,7	44,4	43,1
Rumunia	4,2	3,7	3,6	4,7	3,5	3,5	2,4	3,2	4,4	-4,2	-4,0	-3,5	-3,3	-3,5	-3,2	NA	NA	NA
Rosja	1,8	1,5	2,4	2,9	5,1	4,1	7,4	7,6	7,0	6,7	3,9	3,1	2,5	1,9	1,1	17,2	17,8	18,3
Turcja	3,0	-3,3	2,2	16,3	21,2	16,2	17,7	25,0	19,3	-4,0	-2,4	-3,7	-2,4	-3,7	-4,1	31,4	35,3	36,7
RPA	0,8	1,4	2,0	4,7	5,1	5,4	6,5	6,7	7,2	-3,2	-3,1	-3,1	-4,0	-4,3	-4,3	56,9	59,0	60,7
Argentyna	-2,0	0,0	3,0	34,2	38,8	23,2	44,4	46,5	30,5	-5,0	-2,3	-3,0	-5,2	-3,4	-2,2	65,4	71,8	65,7
Brazylia	1,4	2,2	2,0	3,7	3,9	4,1	6,6	6,5	7,4	-0,8	-1,4	-1,7	-7,1	-6,2	-6,7	76,8	77,5	79,1
Meksyk	2,1	1,7	2,0	4,9	4,2	4,0	7,7	8,3	7,8	-1,8	-1,6	-1,7	-2,5	-3,0	-3,0	53,3	54,7	55,3

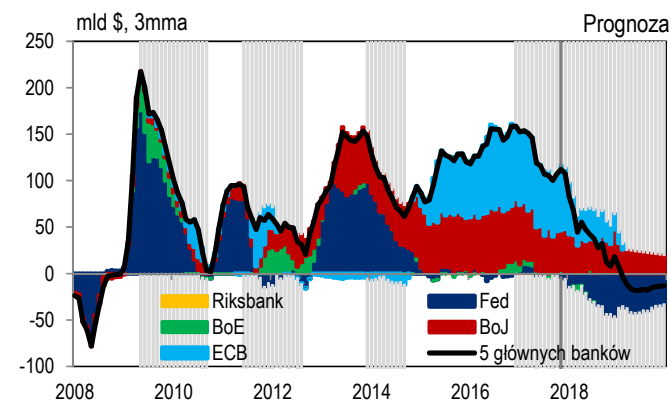
Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 7. Szacunki wpływu napięć handlowych USA-Chiny na światowy wzrost gospodarczy



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 8. Zakup aktywów netto przez główne banki centralne będzie ujemny w 2019 r.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

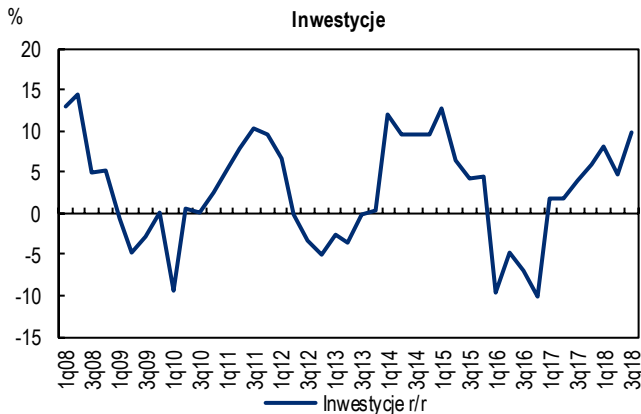
Perspektywy na 2019 r.

Perspektywy gospodarcze na najbliższy rok opisujemy w postaci czterech poniższych tematów, które najczęściej pojawiają się w pytaniach klientów.

1. Czy i jak głęboko spowolni gospodarka?

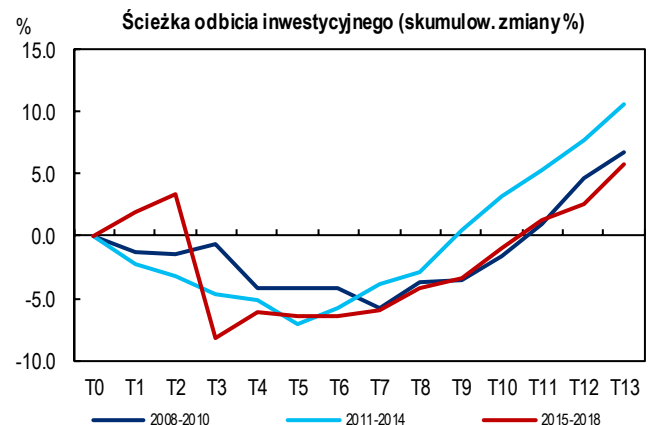
Rok temu wydawało się to mało prawdopodobne, że polska gospodarka będzie w stanie utrzymać bardzo wysokie tempo wzrostu przez kolejne cztery kwartały. Teraz już wiemy, że wzrost nie tylko utrzymał się na wysokim poziomie, ale nawet przyspieszył. Obecne szacunki wskazują, że PKB wzrósł w 2018 roku o około 5%, a w samym III kwartale o 5,7% (po wyeliminowaniu efektów kalendarzowych). Pomimo silnego wzrostu, jego struktura pozostawia wiele do życzenia. Wciąż kluczowym, choć zapewne słabnącym, motorem wzrostu była konsumpcja, a znaczny pozytywny wkład miały również zmiany zapasów. Z kolei inwestycje rozczarowały, rosnąc w pierwszej połowie roku o zaledwie 6,5%. Dopiero III kwartał przyniósł przyspieszenie inwestycji do 9,9% r/r. Na tym etapie nie dysponujemy jeszcze informacjami o strukturze nakładów w całej gospodarce, jednak na podstawie częściowych danych można się pokusić o pewne wnioski.

Wykres 9. W III kwartale inwestycje pozytywnie zaskoczyły, rosnąc o niemal 10% r/r



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 10. Skumulowany wzrost inwestycji w tym cyklu jest porównywalny z poprzednim okresem spowolnienia inwestycyjnego

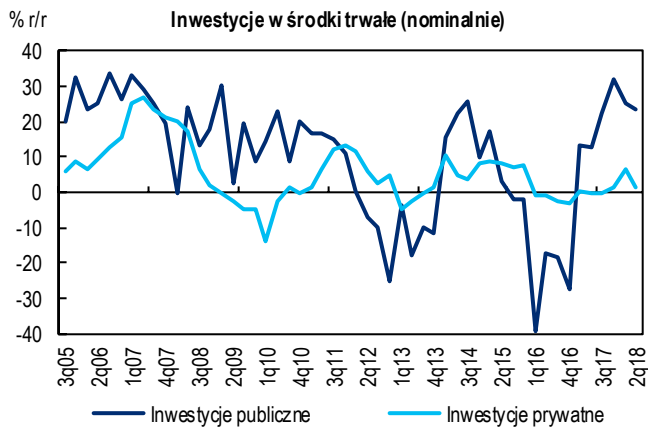


Źródło: GUS, Citi Handlowy

Po pierwsze, bardzo dobry wynik inwestycji w III kwartale to zapewne w znacznym stopniu zasługa inwestycji sektora publicznego. W pierwszych dwóch kwartałach roku nakłady sektora rządowego i samorządowego rosły o ponad 20% r/r (w ujęciu nominalnym). Przyczyniały się do tego próby zakończenia przez samorządy projektów inwestycyjnych przed październikowymi wyborami. Można przypuszczać, że w III kwartale czynnik ten był przynajmniej tak widoczny, jak w pierwszej połowie roku. Po drugie, pewne odbicie odnotowano również w przypadku inwestycji dużych przedsiębiorstw. W samym III kwartale ich wzrost wyniósł ponad 13% r/r, przy czym inwestycje w maszyny i urządzenia zwiększyły się o 12%. Może to sugerować, że duże przedsiębiorstwa podjęły próbę odbudowy mocy produkcyjnych, których wykorzystanie jest obecnie na rekordowym poziomie 84,9% (wobec wieloletniej średniej 80,2%). Po

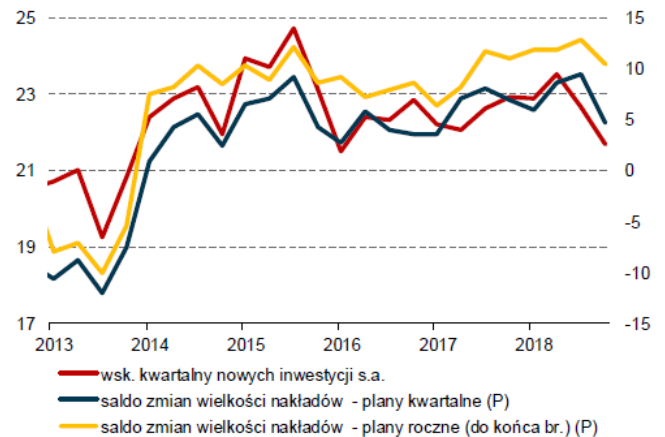
trzecie, ponieważ inwestycje sektora publicznego oraz dużych firm rosły szybciej niż cały agregat, można zakładać, że nakłady małych i średnich przedsiębiorstw wciąż pozostawały słabe.

Wykres 11. Wydatki sektora rządowego i samorządowego motorem wzrostu inwestycji



Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Mniej firm planuje rozpoczęcie nowych inwestycji



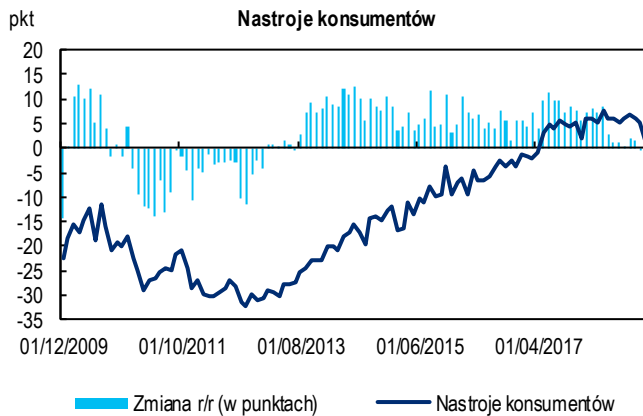
Źródło: NBP. Uwaga: Wskaźnik nowych inwestycji pokazuje udział przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji w perspektywie kwartału

Główne pytanie sprowadza się do tego, na ile niezły wynik inwestycji z III kwartału jest zapowiedzią trwałego ożywienia w kolejnych kwartałach. Naszym zdaniem istnieje wiele argumentów przemawiających za ostrożnością przy formułowaniu prognoz inwestycji na 2019 rok. Po pierwsze, badania koniunktury NBP wskazują, że pod koniec bieżącego roku firmy zaczęły z większym pesymizmem planować przyszłe nakłady na środki trwałe. Po drugie, kilkudziesięcioprocentowe podwyżki cen energii dla przedsiębiorstw ograniczą i tak niewielkie marże i będą ograniczać zdolności firm do ekspansji. Po trzecie, rosnący protekcyjizm największych światowych gospodarek zwiększa niepewność odnośnie przyszłego popytu na produkty polskich eksporterów. Wreszcie po czwarte, niezależnie od planów firm, nakłady samorządów zapewne nie będą już rosnąć w tempie, które było obserwowane bezpośrednio przed wyborami samorządowymi.

Mimo powyższych argumentów, należy podkreślić, że obecny poziom inwestycji jest relatywnie niski w porównaniu z fazą cyklu koniunkturalnego oraz poziomem PKB. Stopa inwestycji, wyrażona jako nakłady inwestycji w ciągu ostatnich czterech kwartałów w relacji do PKB, wynosi obecnie 17,9%, wobec 20,1% w 2015 roku. Przy bardzo niskich realnych stopach procentowych, wysokim wykorzystaniu mocy produkcyjnych oraz dostępnych funduszach unijnych, trudno oczekiwać spadku inwestycji w 2019 roku. Nasze prognozy wskazują, że kwartalne wzrosty inwestycji w trakcie 2019 roku wyniosą przeciętnie 1,7% kw/kw, a więc będą znacznie wolniejsze niż 3% w III kw. 2018 r. **W takim scenariuszu wzrost inwestycji w całym 2019 roku wyniósłby około 7% r/r.** Będzie to wypadkowa znacznego wyhamowania inwestycji publicznych (do poziomów jednocyfrowych) oraz szybszego niż dotychczas wzrostu inwestycji prywatnych (około 7,5%). **Niemniej naszym zdaniem ryzyka**

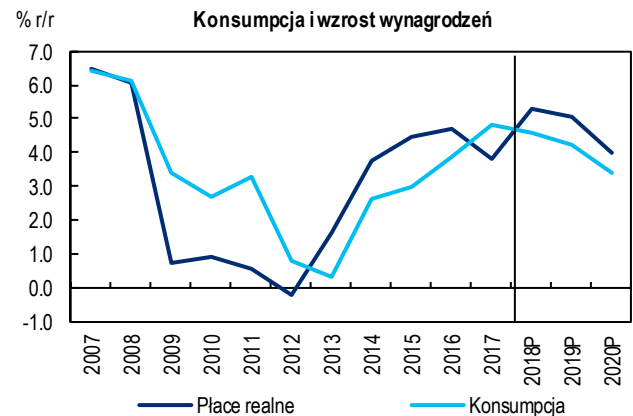
dla powyższego scenariusza są przechylone w stronę niższego tempa wzrostu inwestycji.

Wykres 13. Pogorszenie nastrojów konsumentów może odbić się na dynamice spożycia...



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 14. ... jednak przy rozgrzanym rynku pracy trudno spodziewać się głębokiego spowolnienia konsumpcji



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Konsumpcja gospodarstw domowych od ponad roku rośnie w tempie 1,1% kw/kw, co odpowiada zannualizowanemu wzrostowi o około 4,4% r/r. Pogorszenie nastrojów konsumentów w ostatnich miesiącach (możliwe, że powiązane z obawami przed podwyżkami cen prądu) sugeruje, że wzrost konsumpcji może osłabnąć. Niemniej sytuacja na rynku pracy powinna wciąż być wsparciem dla spożycia. Co prawda zatrudnienie w przyszłym roku najprawdopodobniej będzie rosnąć wolniej niż dotychczas, jednak towarzyszyć temu powinny wysokie żądania płacowe (więcej o płacach w sekcji dotyczącej inflacji). Dodatkowo, determinacja rządu do ograniczenia wpływu podwyżek cen energii na budżety gospodarstw domowych oznacza, że „szok energetyczny” albo nie nastąpi, albo zostanie zrekompensowany przez politykę fiskalną. Biorąc pod uwagę dostępne obecnie informacje, w 2019 roku można spodziewać się niewielkiego osłabienia dynamiki konsumpcji, jednak powinna ona pozostać głównym motorem wzrostu PKB.

W obliczu narastającego protekcjonizmu perspektywy eksportu wydają się wysoce niepewne. Niemcy odnotowały mocne spowolnienie aktywności w trakcie 2018 roku i spodziewamy się stabilizacji/odbicia niemieckiej gospodarki w 2019 roku, co powinno sprzyjać wzrostowi eksportu. Według naszych szacunków wprowadzane przez Stany Zjednoczone cła na towary z Chin (i ryzyko wprowadzenia cel na samochody z UE) powinny mieć niewielki wpływ na wzrost gospodarczy w Polsce. Po pierwsze świadczy o tym niewielka ekspozycja polskich eksporterów na chiński rynek – sprzedaż na ten rynek (również sprzedaż formalnie przechodząca przez kraje trzecie) to około 0,6% wartości polskiej dodanej, a więc zbyt mało aby zaważyć na wynikach całej gospodarki. Z kolei cła na samochody mogą – według szacunków ekonomistów Citi – obniżyć wzrost gospodarczy w Niemczech o około 0,1 punktu proc. Oznaczałoby to, że wpływ na polską gospodarkę byłby zapewne jeszcze mniejszy. Mimo wszystko sądzimy, że narastające napięcia handlowe nie powinny być ignorowane. Jednoczesne wystąpienie kilku szoków oznacza, że ich łączny efekt może być większy niż suma poszczególnych składowych. Ta nieliniowość może być również związana z faktem, że Chiny stanowią

bardzo istotny element wielu łańcuchów dostaw. Przerwanie lub sparaliżowanie tych łańcuchów mogłoby mieć konsekwencje dla krajów, których eksportycja eksportowa na chiński rynek jest niewielka.

Biorąc pod uwagę nasze oczekiwania dotyczące konsumpcji, inwestycji oraz handlu zagranicznego, **prognozujemy wzrost gospodarczy w 2019 roku wyniesie około 4,1%. Jest to wynik wyraźnie niższy niż 5% prognozowane na 2018 rok, ale jednocześnie wyższy od konsensusu.** Naszym zdaniem bilans ryzyk dla PKB może być lekko przechylony w dół, jednak bardziej niesymetryczny rozkład dostrzegamy w przypadku konsumpcji i inwestycji. Naszym zdaniem konsumpcja może pozytywnie zaskoczyć, podczas gdy w przypadku inwestycji ryzyko jest znacznie bardziej przechylone w kierunku słabszych od przewidywanych danych.

2. Inflacja niska, ale dobre wiadomości już zdyskontowano

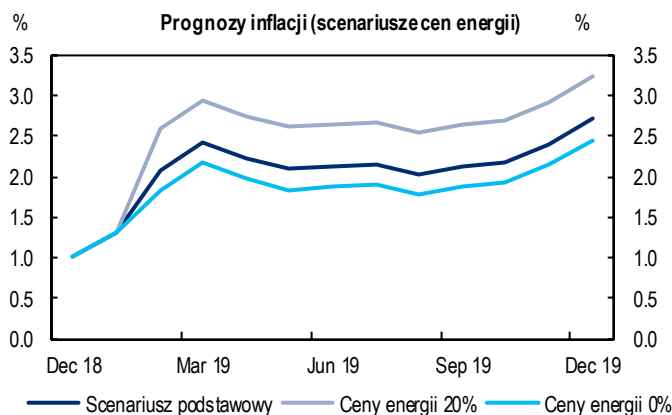
W naszym scenariuszu gospodarczym na 2019 rok największa niepewność dotyczy przewidywań inflacyjnych. Wysokie tempo wzrostu gospodarczego powinno sprzyjać wzrostowi inflacji bazowej oraz CPI. Jednocześnie jednak wciąż nie jesteśmy w stanie ocenić jaki ostatecznie będzie wpływ drożęcej energii elektrycznej na wskaźnik cen. Przedstawiciele Ministerstwa Energii zapowiadają, że ceny dla konsumentów nie wzrosną w 2019 roku. Nie jest jednak pewne czy deklaracje te należy interpretować dosłownie (ceny rzeczywiście nie wzrosną), czy nieco szerzej (wprowadzone zostaną rekompensaty, które w pełni zniwelują wpływ wyższych cen na budżety gospodarstw domowych). O ile z punktu widzenia dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych powyższe scenariusze są równoważne, mają one odmienne implikacje dla ścieżki inflacji.

Niepewność dotycząca skali podwyżek cen prądu dla odbiorców indywidualnych powinna się wyjaśnić w styczniu. Można jednak oczekiwać, że ostateczna skala podwyżek będzie niewielka, a ich wpływ na wskaźnik CPI będzie ograniczony. W naszym podstawowym scenariuszu przyjmujemy 6% wzrost opłat za prąd elektryczny, co jest relatywnie niskim założeniem, przynajmniej w porównaniu z 12% wzrostami przyjętymi w projekcji NBP (według informacji G. Ancyparowicz, PAP, 26.11.2018). W takim scenariuszu inflacja wzrasta powyżej celu 2,5% dopiero pod koniec 2019 roku. Gdyby do podwyżek dla gospodarstw domowych nie doszło, wskaźnik CPI byłby niższy od naszych przewidywań o około 0,25 punktu proc. Z drugiej strony, każde dodatkowe 10% wzrostu kosztu rachunku za prąd ponad poziom przyjęty w bazowym scenariuszu dodałoby do wskaźnika inflacji około 0,4 pkt.

Niezależnie od skali zmian cen dla odbiorców indywidualnych w 2019 roku dojdzie do kilkudziesięcioprocentowych podwyżek cen dla firm (stawki te nie podlegają regulacji URE). Można przypuszczać, że – podobnie jak to miało miejsce w przeszłości - skala przeniesienia się tych kosztów na ceny finalnych produktów będzie ograniczona. Firmy produkcyjne oraz dystrybutorzy mogą bowiem zaakceptować obniżenie marż. Niemniej sama skala szoku (wzrost cen prądu o 40-50%) sugeruje, że nawet przy niewielkim przeniesieniu, inflacja z tego tytułu jednak wzrośnie. Według naszych szacunków zmiany cen prądu dla firm mogą ostatecznie podnieść

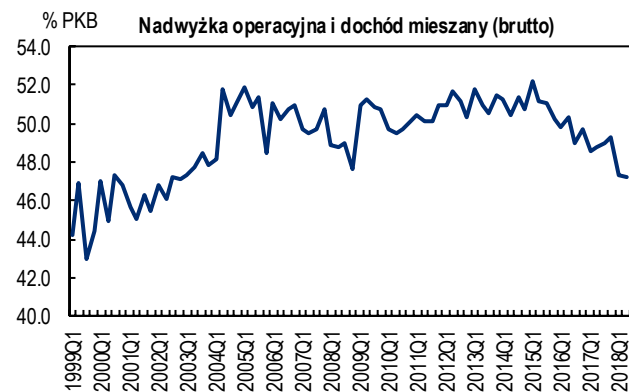
wskaźnik CPI o około 0,3-0,4 punktu proc. W sumie więc efekt powinien być widoczny, ale będzie zdecydowanie mniejszy niż można byłoby wnioskować na podstawie poruszenia jakie wywołuje kwestia cen energii.

Wykres 15. Niezależnie od skali podwyżek cen prądu dla gospodarstw domowych wskaźnik CPI w przyszłym roku powinien być wyższy



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS.

Wykres 16. Marże polskich firm wyraźnie się zawężyły m.in. na skutek niepodnoszenia cen w obliczu rosnących kosztów



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Niezależnie od ostatecznej decyzji URE, można spodziewać się, że w 2019 roku istnieje pewna przestrzeń do niespodzianek inflacyjnych, szczególnie po stronie inflacji bazowej. Ostatnie wyjątkowo niskie dane o inflacji (1,3% w listopadzie) spowodowały rewizję percepcji ryzyk inflacyjnych wśród inwestorów. Obecnie coraz popularniejszy jest pogląd, że 2019 będzie rokiem, w którym inflacja zaskoczy negatywnie. Oznacza to, że przy tak niskich ustawionych oczekiwaniach bardzo łatwo powinno być o pozytywne niespodzianki.

Za wyższą inflacją bazową przemawia między innymi sytuacja na rynku pracy. Słabsze dane o wynagrodzeniach w III kwartale sprawiły, że wśród ekonomistów pojawiły się głosy zapowiadające znaczne spowolnienie na rynku pracy. Niemniej ostatnie dane o płacach (za październik i listopad) wydają się temu przeczyć. Ponadto, obserwowany w tym roku słabszy napływ imigrantów z Ukrainy oznacza, że nawet w przypadku spowolnienia gospodarczego może utrzymywać się niedobór pracowników, co będzie dodatkowo podnosić dynamikę płac. Pomimo bardzo silnego wzrostu gospodarczego wyniki przedsiębiorstw nie imponują. Jest to zapewne odzwierciedlenie polityki firm polegającej na absorbowaniu rosnących kosztów poprzez zmniejszenie marż i powstrzymywanie się od podwyżek cen. Jak pokazuje wykres 8, nadwyżka operacyjna firm jest obecnie na najniższym od kilkunastu lat poziomie. Naszym zdaniem oznacza to, że rośnie ryzyko, iż firmy zostaną zmuszone do podniesienia cen w trakcie 2019 roku. Spadek cen ropy naftowej częściowo niweluje to ryzyko, ale go zupełnie nie likwiduje.

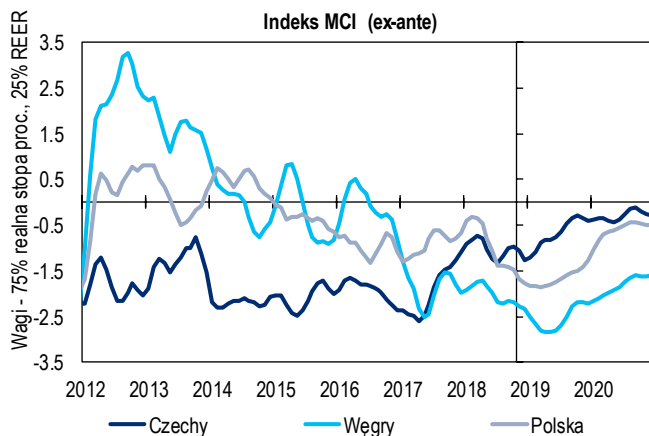
Biorąc to wszystko pod uwagę, nasz scenariusz zakłada wzrost inflacji w 2019 roku w pobliżu celu inflacyjnego (2,5%). Nasz scenariusz jest wyraźnie niższy od ścieżki inflacyjnej z projekcji NBP, w której wskaźnik CPI przekracza 3%. Uważamy jednak, że ryzyko jest po stronie wyższej od oczekiwanej inflacji, podczas gdy rynek wydaje się zakładać scenariusz niższej inflacji.

3. Dolewanie oliwy do ognia

W obliczu silnego (ale wyhamowującego) wzrostu i umiarkowanej (ale rosnącej) inflacji decydenci gospodarczy nie mają łatwego zadania. Z punktu widzenia inwestorów istotne pytanie dotyczy tego, jak na zmieniające się otoczenie odpowie polityka pieniężna oraz fiskalna. Oba elementy polityki gospodarczej można rozważać oddzielnie, gdyż będą pozostawać pod wpływem innych czynników.

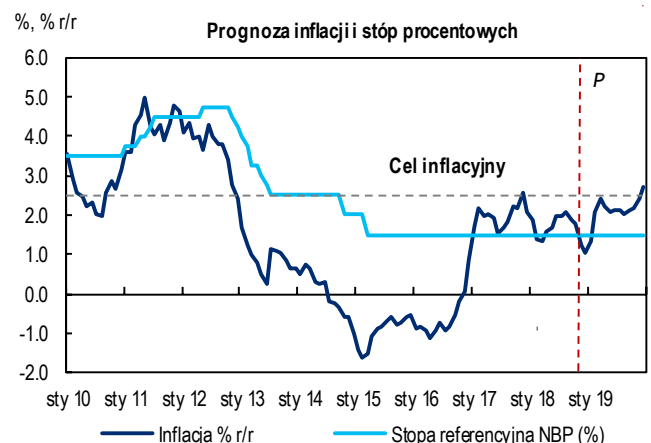
Jeżeli chodzi o politykę pieniężną to jest ona wyjątkowo łagodna, a w trakcie 2018 roku została nawet złagodzona. Poluzowanie monetarne następowało dwoma kanałami. Po pierwsze w związku ze wzrostem oczekiwań inflacyjnych realna stopa procentowa spadła, i to pomimo utrzymywania przez Radę Polityki Pieniężnej nominalnej stopy bez zmian. Po drugie, rok 2018 r. przyniósł osłabienie kursu złotego wobec koszyka walut. W rezultacie tych zmian indeks restrykcyjności polityki pieniężnej (MCI), który uwzględnia zmiany zarówno realnej stopy procentowej, jak i realnego efektywnego kursu walutowego spadł w trakcie roku.

Wykres 17. Indeks MCI wskazuje na możliwe dalsze poluzowanie polityki monetarnej w 2019 r.



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver.

Wykres 18. Oczekujemy stabilnych stóp procentowych przynajmniej do końca 2019 roku



Źródło: GUS, NBP, prognozy Citi Handlowy.

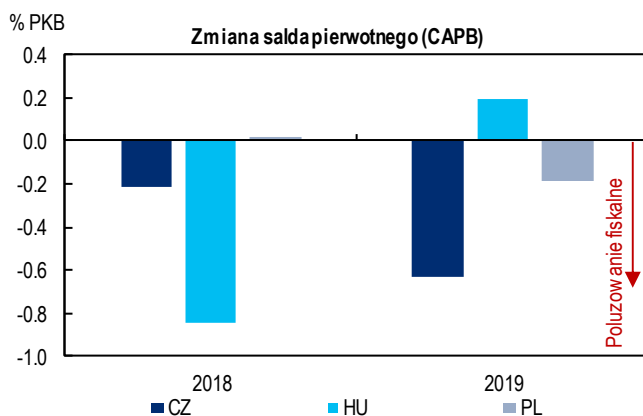
Wypowiedzi przedstawicieli NBP wskazują, że nie dostrzegają oni na razie potrzeby zmian stóp procentowych. Przesłanie płynące z RPP wydaje się jasne – stopy powinny pozostać na dotychczasowym poziomie przynajmniej do końca 2019 roku. Poprzeczka dla ewentualnych podwyżek jest postawiona bardzo wysoko, o czym świadczy choćby fakt, że Rada nie zaostrzyła swojego tonu nawet po publikacji projekcji NBP, w której pokazano dwa lata z rzędu utrzymywania inflacji powyżej celu. Jeżeli w takich warunkach Rada nie zdecydowała się nawet na zmianę retoryki, trudno oczekiwać z jej strony podwyżek stóp w sytuacji gdy inflacja jest niższa niż w projekcji (a tak jest po publikacji wyjątkowo niskich listopadowych danych o CPI).

Biorąc pod uwagę jak bardzo nagłośnionym tematem stały się podwyżki cen prądu można przypuszczać, że obawy społeczne przed wysoką inflacją są wciąż silne, a RPP nie może ich łatwo ignorować bez ryzyka utraty wiarygodności. Dlatego sądzimy, że odpowiednio wysoka inflacja

byłaby wystarczającym argumentem dla RPP aby odstąpić od gołębiej retoryki. Przypuszczamy, że bodźcem do podwyżki w 2019 roku mógłby być wzrost inflacji znacznie przekraczający poziomy z projekcji, prawdopodobnie sięgający 4%. Scenariusz tak znacznego wzrostu inflacji w 2019 roku wydaje się jednak mało prawdopodobny, przynajmniej biorąc pod uwagę obecny zasób informacji. Oznacza to, że w trakcie 2019 roku poziom nominalnych stóp procentowych nie zmieni się, co przy założeniu w miarę stabilnych oczekiwań inflacyjnych oznaczałoby również stabilny (ale bardzo niski) poziom stóp realnych.

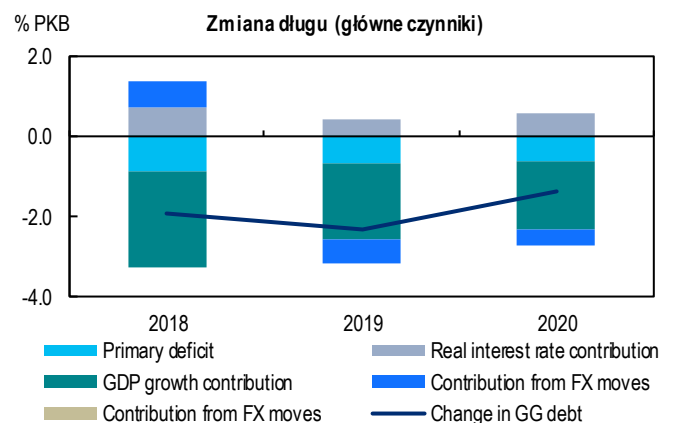
Jeżeli chodzi o kurs walutowy, a więc drugi komponent wyznaczający restrykcyjność polityki pieniężnej, w horyzoncie najbliższego roku spodziewamy się relatywnie stabilnego kursu EUR/PLN. Kurs efektywny (liczony wobec koszyka walut) może lekko się umocnić o ile nasze oczekiwania dotyczące słabości dolara się potwierdzą. W sumie więc MCI, uwzględniający zarówno realną stopę procentową jak i kurs złotego, powinien pozostać na relatywnie niskim poziomie. Dzięki temu polityka pieniężna będzie wsparciem dla wzrostu gospodarczego i to pomimo wciąż bardzo silnego wzrostu gospodarczego.

Wykres 19. Polityka fiskalna będzie większym wsparciem dla wzrostu w przyszłym roku



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych KE.

Wykres 20. Nawet przy wyższym deficycie dług publiczny powinien spaść w 2019 roku, głównie dzięki wysokiemu nominalnemu PKB



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych MF, Eurostat.

Po stronie polityki fiskalnej trudno spodziewać się zacieśnienia w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy. Projekt przyszłorocznego budżetu, nad którym jeszcze pracuje parlament, wydaje się konserwatywny. Nie zakłada on znacznego wzrostu wydatków i pozostawia przestrzeń do pozytywnych niespodzianek. Z drugiej jednak strony rok 2019 minie pod znakiem wyborów do parlamentu europejskiego i – co ważniejsze – do parlamentu krajowego. Coraz częstsze informacje o strajkach pracowników sektora publicznego (służby mundurowe, nauczyciele, pracownicy sądów) wskazują, że ryzyko narastania presji na wzrost wydatków w roku wyborczym nie powinno być ignorowane. Tym bardziej, że rozbieżność między dynamikami wynagrodzeń w sektorze prywatnym i publicznym oraz bardzo dobra sytuacja budżetowa przemawiają za takim scenariuszem.

Nasze prognozy zakładają niewielki wzrost deficytu sektora rządowego i samorządowego do około 0,8% PKB w 2019, wobec przewidywanego deficytu na poziomie 0,6% w 2018 r. Oznaczałoby to lekkie rozluźnienie polityki fiskalnej, które złagodziłoby negatywny wpływ czynników

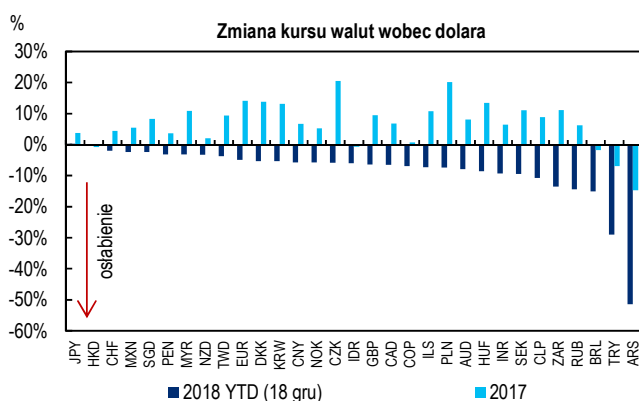
zewnętrznych na wzrost w kraju. Przestrzeń do dodatkowego luzowania polityki fiskalnej wydaje się relatywnie duża. Ponieważ nominalne tempo wzrostu PKB utrzymuje się na wysokim poziomie (w 2019 roku zapewne przekroczy 6%), dług w relacji do PKB powinien pozostać w trendzie spadkowym nawet w przypadku większego niż obecnie oczekujemy poluzowania fiskalnego (wykres 12).

4. Słaby złoty na dłużej?

Rok 2018 nie był tak dobry dla krajowej waluty, jak rok poprzedni. Nie był on też tak dobry, jak wyniki polskiej gospodarki. Główną przyczyną była aprecjacja dolara, która negatywnie wpłynęła na szereg walut gospodarek wschodzących, a która wynikała przede wszystkim z zaskakująco dobrych wyników amerykańskiej gospodarki i dalszych podwyżek stóp przez Fed. Nie bez znaczenia były też rozczarowujące wyniki aktywności w strefie euro oraz wyniki wyborów parlamentarnych we Włoszech. Słabość złotego i walut EM zbiegła się także w czasie z osłabieniem juana w związku ze sporem handlowym z USA. Z drugiej strony złoty był stosunkowo odporny na wydarzenia na niektórych rynkach lokalnych, np. osłabienie tureckiej liry. Mimo wielu negatywnych czynników skala osłabienia złotego wobec euro była stosunkowo niewielka, nieco większa niż w przypadku czeskiej korony, a mniejsza niż dla forinta i wielu innych walut o wyższej zmienności.

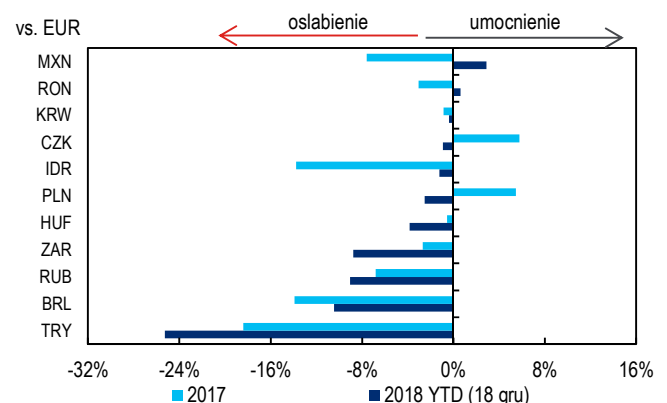
Po stosunkowo spokojnym początku roku złoty zaczął tracić na wartości w połowie kwietnia, a fala osłabienia zakończyła się w lipcu. Od tego czasu kurs złotego wobec euro pozostawał wyjątkowo stabilny w przedziale 4,26-4,34, a zmienność kursu EURPLN ponownie spadła i po raz pierwszy od dwóch lat znalazła się przejściowo poniżej zmienności forinta.

Wykres 21. Dolar królem roku 2018



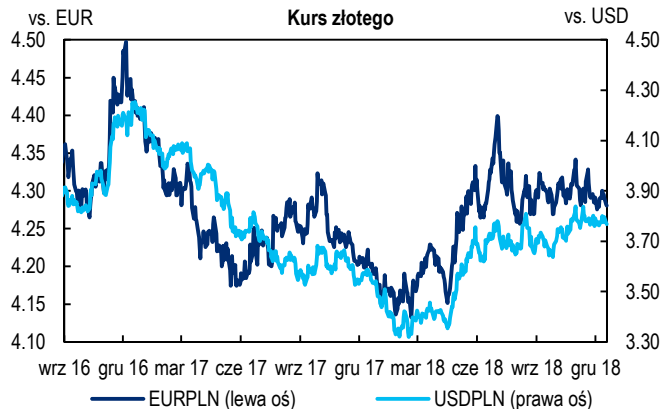
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 22. Złoty stracił w tym roku wobec euro, ale stosunkowo niewiele i plasuje się po środku stawki wśród walut EM



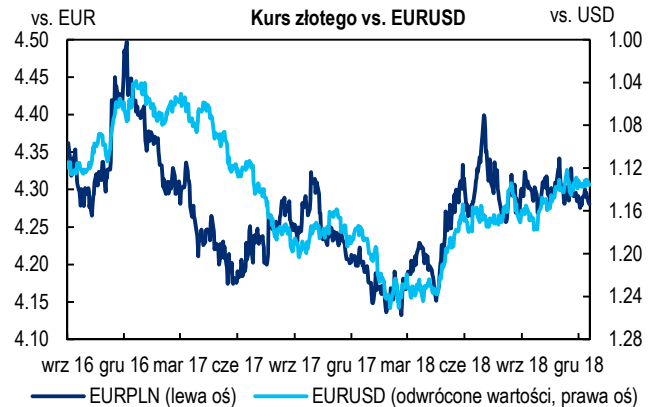
Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Wykres 23. Kurs EURPLN i USDPLN



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 24. Złoty tracił wraz z umacnianiem dolara



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

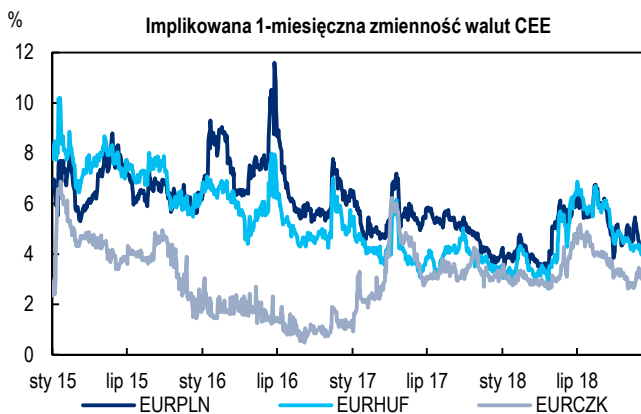
W najbliższych miesiącach oczekujemy stopniowego odrabiania strat przez euro wobec dolara, w związku z tym, że zacieśnienie polityki pieniężnej w USA dobiega końca (spodziewamy się jeszcze dwóch podwyżek stóp w 2019 roku) i obecnie gospodarka amerykańska znajduje się na szczycie koniunktury, a EBC kończy program skupu aktywów wraz z końcem tego roku i dopiero szykuje się do pierwszych podwyżek stóp od 2011 r. Wydaje się, że inwestorzy na rynkach międzynarodowych będą wchodzić w 2019 r. z długą pozycją w dolarze. Ewentualne odprężenie w amerykańsko-chińskiej „wojnie handlowej” lub bardziej gołębi wydźwięk Fed może być katalizatorem do odwrócenia kursu EURUSD. Ponadto sądzimy, że jedynie słabszy dolar w dłuższym terminie może zrównoważyć niższy popyt na amerykańskie obligacje z ich wyższą podażą, wynikającą z podwyższonych deficytów fiskalnych w USA. Jednocześnie sądzimy, że rentowności obligacji amerykańskich, których wysoki poziom dotychczas wpływał pozytywnie na dolara, jeszcze się obniżą. W rezultacie spodziewamy się stopniowego wzrostu kursu EURUSD w 2019 r. Ponadto, wydaje się, że konflikt wokół budżetu włoskiego zostanie zażegnany w najbliższym czasie, a kwestia Brexitu rozwiąże się w perspektywie najbliższych miesięcy. W naszej prognozie kurs EURUSD wzrośnie na koniec 2019 r. do 1,21 z 1,14 spodziewanych na koniec tego roku.

Mimo mocniejszego euro i stosunkowo wysokiej historycznej korelacji ze złotym w nadchodzącym roku oczekujemy stabilizacji kurs złotego na bieżących słabych poziomach. Sądzimy, że głównym powodem będzie łagodna retoryka Rady Polityki Pieniężnej i utrzymywanie stóp procentowych na niezmienionym poziomie przy jednoczesnym stopniowym zacieśnieniu polityki pieniężnej przez główne banki centralne na świecie. To z kolei przełoży się na spadek dysparytetu stóp procentowych dla złotego wobec innych walut i wpłynie negatywnie na atrakcyjność polskich aktywów, w tym szczególnie obligacji skarbowych. Bieżące poziomy rentowności mogą wydawać się stosunkowo mało atrakcyjne dla inwestorów zagranicznych, zarówno w porównaniu do wielu innych gospodarek wschodzących, ale również wobec wysokich rentowności w USA. Poza tym spodziewamy się spowolnienia wzrostu gospodarczego w kraju oraz dalszego wzrostu deficytu obrotów bieżących. Czynnikiem równoważącym te efekty będzie dalszy wzrost napływu środków unijnych w tym roku, które resort finansów będzie mógł wymieniać na rynku. Co prawda dostrzegamy pewien potencjał do umocnienia złotego w I połowie

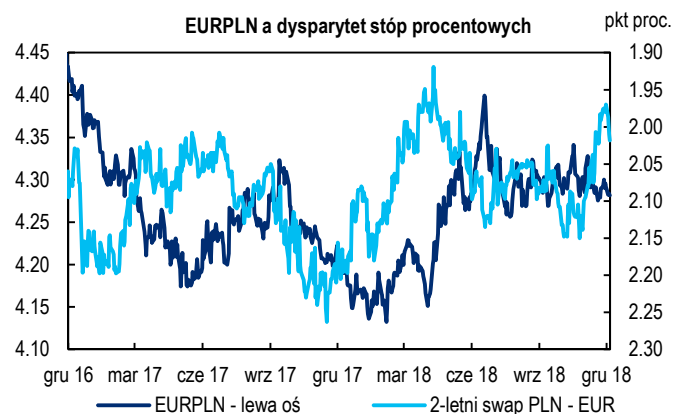
roku wraz z odreagowaniem euro do dolara, ale jednocześnie sądzimy, że zmienność kurs EURPLN może być wyższa w II połowie roku w związku ze zbliżającymi się wyborami parlamentarnymi i perspektywą podwyżek przez EBC. Z uwagi na bardziej jastrzębi ton czeskiego banku centralnego i podwyżki stóp w Czechach (obecnie 1,75% a docelowo w 2019 r. do 2,25%) sądzimy, że złoty będzie zachowywał się w przyszłym roku słabiej od czeskiej korony i nieco lepiej od forinta (obecnie stopa 0,9%).

Lepszych perspektyw dla złotego dostrzegamy raczej w 2020 roku. Sądzimy bowiem, że oczekiwane podwyżki stóp w Polsce w 2020 r. powinny ostatecznie pomóc złotemu w umocnieniu zarówno wobec euro, dolara oraz walut regionu.

Wykres 25. Zmienność kursu złotego jest zbliżona do zmienności forinta

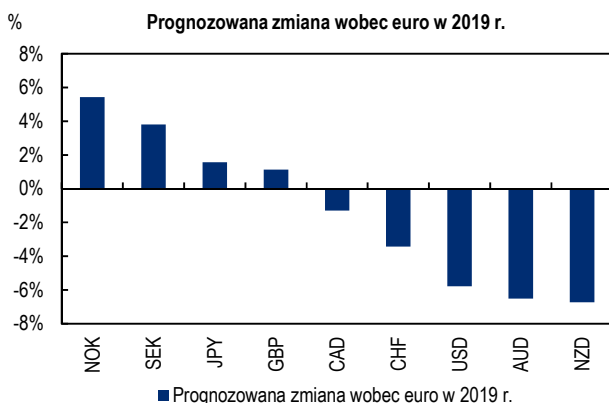


Wykres 26. Łagodna retoryka RPP może negatywnie wpływać na złotego

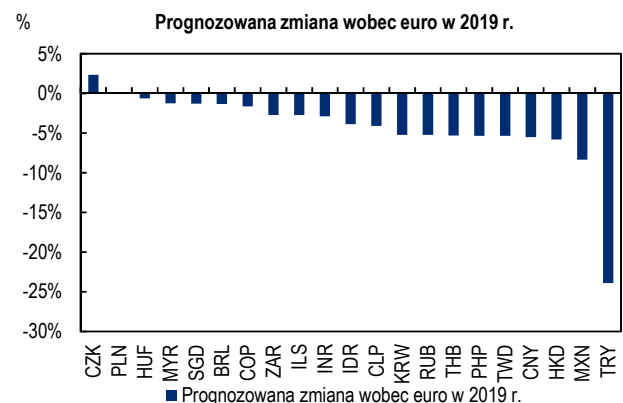


Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 27. Oczekujemy umocnienia euro wobec większości walut EM i części głównych walut G10



Wykres 28. Wobec oczekiwanego umocnienia euro do dolara waluty regionu CEE będą zachowywać się najlepiej w najbliższym roku



Źródło: Reuters, Citi Research, Citi Handlowy

Źródło: Reuters, Citi Research, NBP, Citi Handlowy

Słabszy rok dla obligacji

Sądzymy, że nadchodzący rok może być słabszy dla krajowych obligacji niż ten mijający. Z jednej strony Fed zbliża się do końca cyklu zacieśniania polityki pieniężnej, co powinno sprzyjać popytowi na amerykańskie obligacje skarbowe. Z drugiej strony napływy do funduszy EM oraz krajowych funduszy inwestycyjnych mogą rozczarować. Krajowe banki będą wciąż kupować papiery skarbowe, ale według naszych szacunków dodatkowy popyt netto z tej strony może wynieść około 15 mld zł.

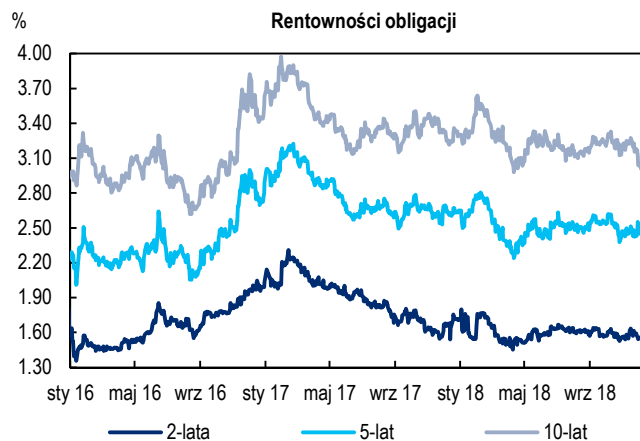
Relatywnie słaby popyt na obligacje napotka rosnącą podaż. Ministerstwo Finansów planuje pozyskać w 2019 roku na rynku krajowym 57 mld zł (netto), wobec 35 mld planowanych na 2018. Historycznie około jedna trzecia emisji miała miejsce w pierwszym kwartale roku, w miarę jak MF chciało zapewnić jak największy stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych. W połączeniu z planowanym zwiększeniem całorocznych emisji netto na rynku krajowym, oznacza to kumulację podaży w pierwszych miesiącach roku.

Naszym zdaniem czynnikiem, który zrównoważy relatywnie niski popyt i historycznie wysoką podaż będzie wzrost rentowności polskich obligacji. Biorąc pod uwagę głębokie spadki rentowności w poprzednich tygodniach oraz fakt, że rynek praktycznie nie dyskontuje podwyżek stóp w kraju przez przynajmniej półtora roku, ryzyko wzrostu rentowności z bieżących poziomów jest wysokie. Oczekujemy, że w 2019 roku rentowności długoterminowe mogą zbliżyć się do 3,5%.

Tabela 3. W ciągu roku rentowności obligacji spadły

Poziomy na koniec roku	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
19 lis 18	1,60	2,47	3,24	87	76	2,09
19 gru 18	1,41	2,32	2,92	91	60	2,04
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
1M	-19	-15	-32	4	-16	57
YTD (17 gru)	-30	-33	-38	-3	-5	-5

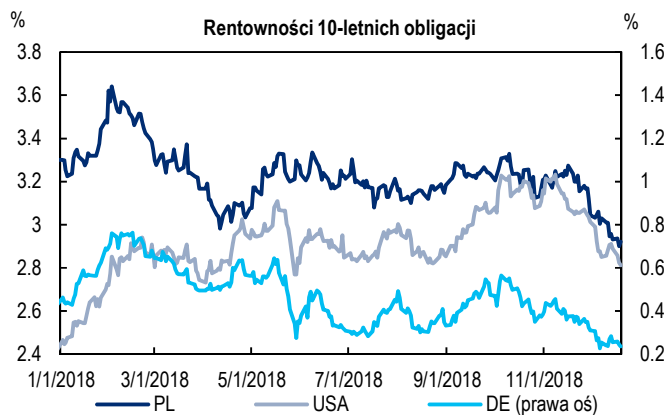
Wykres 29. Przez większość roku rentowności obligacji były stosunkowo stabilne a spadły dopiero pod koniec roku



Źródło: NBP, Citi Handlowy

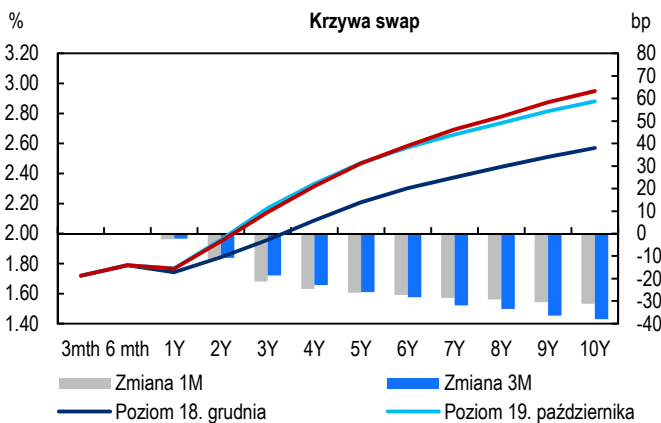
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 30. Do umocnienia na rynku długu pod koniec roku przyczyniły się spadki rentowności na bazowych rynkach długu ...



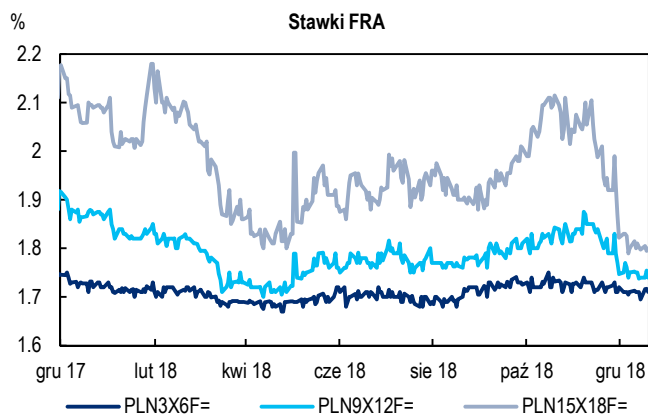
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 32. Spadki rentowności nastąpiły w reakcji na spadek stóp swap ...



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 34. Stawki na krótkim końcu krzywej spadły w reakcji na niskie odczyty inflacji oraz gołębi wydźwięk RPP...



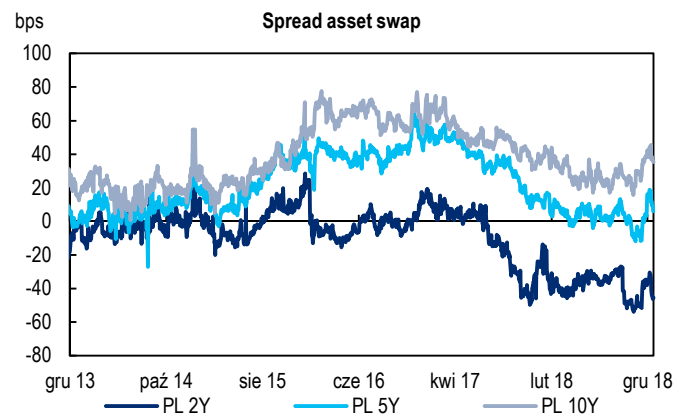
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 31. ... co wynikało z łagodniejszego tonu Fed i spadku oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w 2019 r.



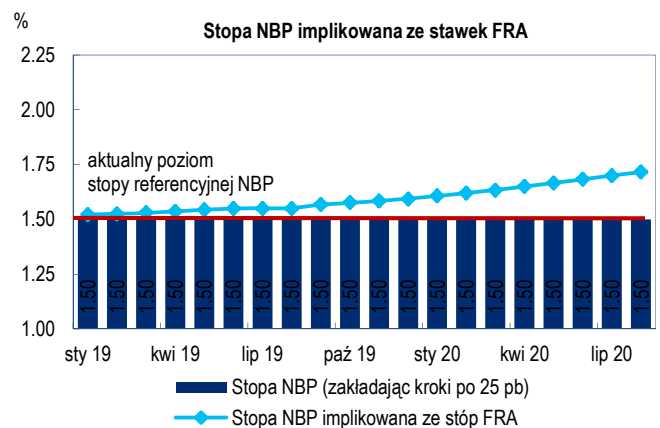
Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 33. ... przy przejściowym odbiciu spreadów kredytowych asset swap



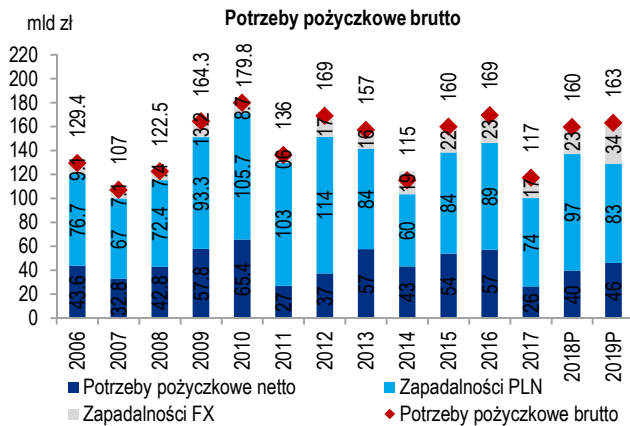
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 35. ... a rynek przestał wyceniać podwyżki stóp. Naszym zdaniem potencjał do dalszego spadku stóp FRA jest ograniczony



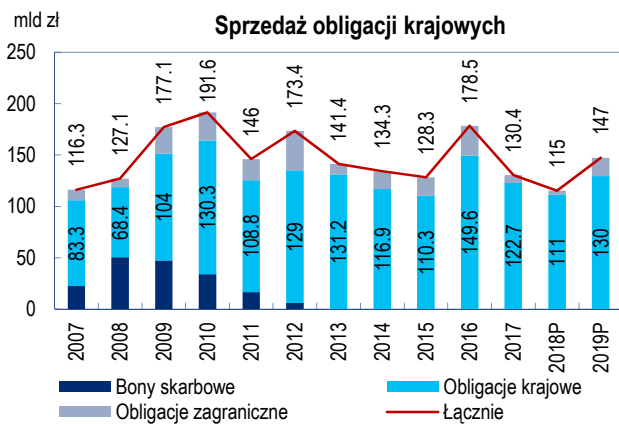
Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Wykres 36. Ministerstwo Finansów wspodziewa się tylko niewielkiego wzrostu potrzeb pożyczkowych brutto...



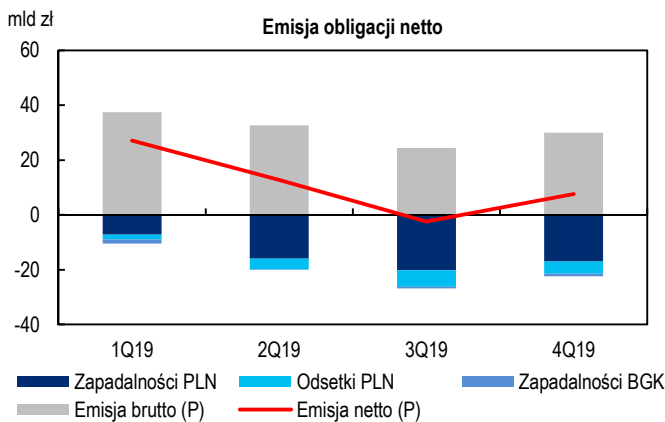
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 38. Emisje brutto również wzrosną w 2019 roku



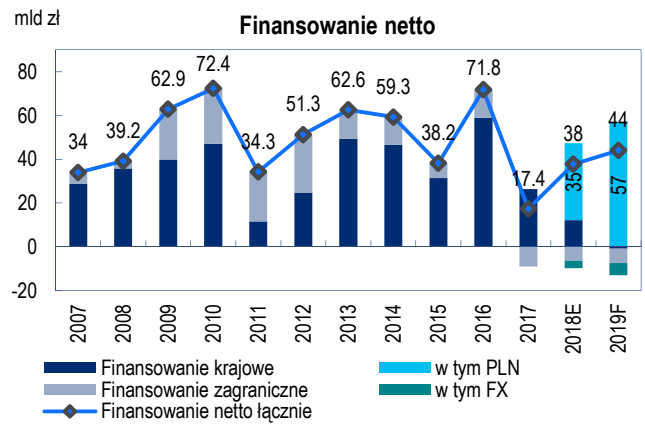
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 40. Znaczna kumulacja emisji netto w I kwartale i nieznacznie ujemna emisja w III kw.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 37. ... jednak emisje netto na krajowym rynku wyraźnie wzrosną w porównaniu do 2018 r.



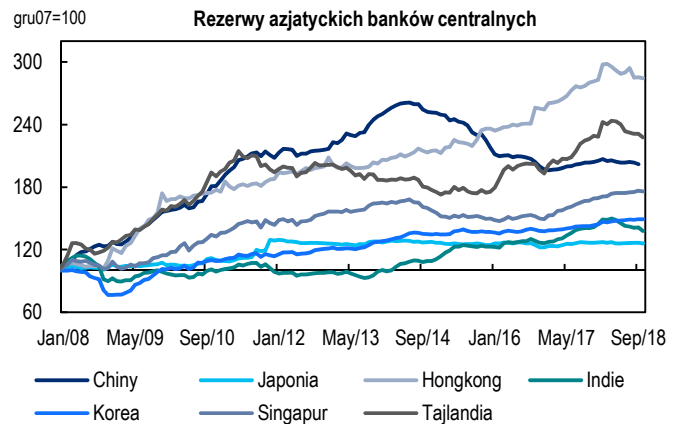
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 39. Planowane emisje i zapadalności według projektu budżetu na 2019 r.

mld zł	Netto	Emisja	Zapadalności
Krajowe obligacje skarbowe	53,2	129,6	76,4
Obligacje zminokuponowe	14,7	30,2	15,5
Obligacje stałokuponowe	36,9	97,8	60,9
Obligacje oszczędnościowe	3,8	9,7	5,9
Obligacje zagraniczne	-5,6	17,8	23,3
Kredyty zagraniczne	-0,9	4,6	5,5

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 41. Spadki rezerw walutowych azjatyckich banków centralnych



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 4. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2017									2018			
	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	9,2	2,8	8,6	7,3	1,8	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,8	7,3	4,6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-1,1	-9,9	4,0	-2,3	11,2	-6,8	1,4	4,1	-5,4	0,8	3,4	9,8	-3,6
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	10,9	3,7	9,8	7,2	0,4	9,6	5,3	6,5	10,2	5,5	2,0	7,4	4,2
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	19,8	12,9	34,8	31,1	16,1	19,7	20,6	24,8	18,6	20,1	16,5	22,4	17,1
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	9,7	13,8
Stopa bezrobocia (%)	6,5	6,6	6,9	6,8	6,6	6,3	6,1	5,9	5,9	5,8	5,7	5,7	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3
Inflacja (% m/m)	0,5	0,1	0,3	-0,2	-0,1	0,5	0,2	0,1	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,7
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,0	-0,3	0,1	-0,2	0,6	0,3	1,3	0,3	0,1	0,0	0,5	0,5	-0,5
Place - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	95	-1,354	2,289	-792	-914	291	495	-200	-750	-582	-547	-457	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	0,4	0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	266	-1196	-59	-602	-451	208	153	-382	-344	-376	-449	-588	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	18703	15641	17761	16619	17918	17426	17334	18091	17228	17165	17683	20143	-
Eksport (% r/r)	17,7	4,8	15,5	6,6	-4,4	9,1	1,1	6,2	9,2	7,2	0,3	10,2	-
Import f.o.b. (mln EUR)	18437	16837	17820	17221	18369	17218	17181	18473	17572	17541	18132	20731	-
Import (% r/r)	17,8	13,2	19,0	9,5	0,3	12,4	1,4	7,9	10,3	11,3	5,4	15,7	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	3,9	2,4	6,0	4,9	5,8	5,7	6,6	7,2	7,3	7,5	7,9	9,3	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	4,0	3,9	3,8	4,1	4,6	4,5	5,9	6,3	7,0	7,4	7,8	9,0	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	3,8	2,4	4,3	3,8	4,5	4,5	3,6	6,5	6,5	6,8	6,0	3,9	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	1,7	1,7	2,3	2,7	3,3	3,3	4,9	4,7	5,1	5,9	5,3	6,1	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	4,9	6,0	6,4	6,9	6,9	5,0	7,5	7,0	6,7	6,4	6,9	7,2	-
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)	1,73	1,73	1,72	1,72	1,71	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72	1,72	1,72
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,73	1,72	1,72	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72	1,72	1,72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,27	1,47	1,35	1,40	1,34	1,32	1,36	1,39	1,38	1,35	1,31	1,27	1,11
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,61	1,71	1,64	1,65	1,50	1,51	1,58	1,63	1,64	1,57	1,58	1,56	1,54
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,69	2,65	2,78	2,61	2,35	2,37	2,45	2,54	2,54	2,52	2,55	2,47	2,48
EUR/PLN (koniec okresu)	4,20	4,18	4,15	4,17	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29
USD/PLN (koniec okresu)	3,53	3,48	3,34	3,42	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79
EUR/USD (koniec okresu)	1,19	1,20	1,24	1,22	1,23	1,21	1,17	1,17	1,17	1,16	1,16	1,13	1,13
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	2,4	25,4	-8,6	-4,5	-3,1	-9,3	-9,6	-9,5	0,9	-1,1	-4,1	-6,5	-
Def. budżetowy skum. (% planu)	4,1%	42,8%	-20,6%	-10,7%	-7,5%	-22,5%	-23,1%	-23,0%	2,1%	-2,5%	-10,0%	-15,6%	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

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, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,0	2,7	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,2	2,8
Place 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	7,00	7,90	0,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	2,08	2,52
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.

Tabela 6. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,6	5,0	4,1	3,9	3,3	3,2	3,1
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,7	2,2	2,8	2,4	2,3	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-0,6	-1,1	-1,2	-1,0	-0,7	-0,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	2,25	2,25	2,25	2,25
USD/PLN (Koniec okresu)	3,48	3,77	3,55	3,27	3,15	3,05	2,99
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,67	3,40	3,19	3,10	3,02
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,18	4,30	4,29	4,25	4,22	4,21	4,20
EUR/PLN (Średnia)	4,25	4,26	4,30	4,27	4,23	4,22	4,21

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.
