

CitiWeekly

Inwestycje rozczarowują

- Najciekawszą informacją gospodarczą minionego tygodnia okazała się publikacja danych o PKB w III kwartale. Choć wzrost gospodarczy był zgodny z wstępnym szacunkiem (3,9%), jego struktura nas poważnie zaskoczyła.
- Szczególnie niepokojące wydają się trendy w inwestycjach. W minionym kwartale nakłady na środki trwałe wzrosły o zaledwie 4,7% r/r, wobec 9,1% w II kw. Ten słaby wynik to nie przypadek - silne spowolnienie zostało odnotowane w grupie dużych przedsiębiorstw (nominalnie 10,4% r/r w III kw., wobec ponad 20% w pierwszych trzech miesiącach roku), podczas gdy wydatki jednostek samorządu terytorialnego spadły o około 9%. Podobne tendencje mogą być kontynuowane w kolejnych kwartałach o czym świadczą choćby zapowiedzi samorządów rozważających cięcie wydatków inwestycyjnych w 2020 roku w związku z rosnącymi wydatkami na inne cele. Biorąc to pod uwagę, rok 2020 zapowiada się jako okres wyraźnego spowolnienia inwestycji, a scenariusz ich stagnacji lub nawet spadku zyskuje na prawdopodobieństwie.
- Tak jak sygnalizowaliśmy w ubiegłotygodniowym raporcie, konsumpcja pozostaje głównym motorem wzrostu w Polsce (dodając 2,2 pkt. proc. do dynamiki PKB w III kw.). Jednak nawet ona zaskoczyła negatywnie, rosnąc w III kw. o zaledwie 3,9% r/r, co sugeruje, że transfery budżetowe nie przełożyły się jeszcze na zwiększone wydatki gospodarstw domowych. Biorąc jednak pod uwagę raportowane opóźnienia w wypłatach 500+ w minionym kwartale, a także doświadczenia z 2016 roku (gdy wdrożono pierwszą fazę programu), można spodziewać się, że gospodarstwa domowe z kilku kwartalnym opóźnieniem wydadzą otrzymane transfery.
- Nasza prognoza zakłada 4,2-4,3% wzrostu gospodarczego w 2019 roku oraz kontynuację spowolnienia w 2020 r. Na razie nie rewidowaliśmy naszych prognoz na 2020 rok ale w przypadku braku pozytywnych sygnałów z polskiej gospodarki taka zmiana może okazać się konieczna.

p

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

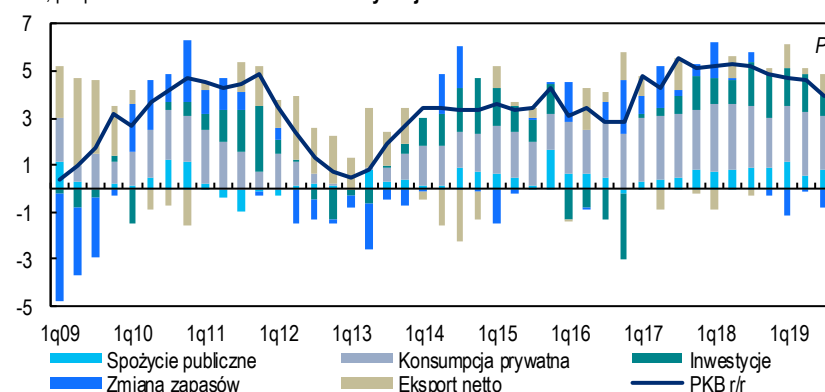
	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 19	4,30	3,87	5,18	1,11	1,50	-0,50	1,72	-0,50	1,75
IV KW 20	4,26	3,67	5,01	1,16	1,50	-0,50	1,72	-0,25	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 25.11.2019 r., pozostałe prognozy z dnia 23.10.2019 r.

Wykres 1. Inwestycje wyraźnie obniżają dynamikę PKB, a poprawa eksportu netto rekompensuje ten spadek

% r/r, pkt proc.

Kontrybucja do wzrostu PKB



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

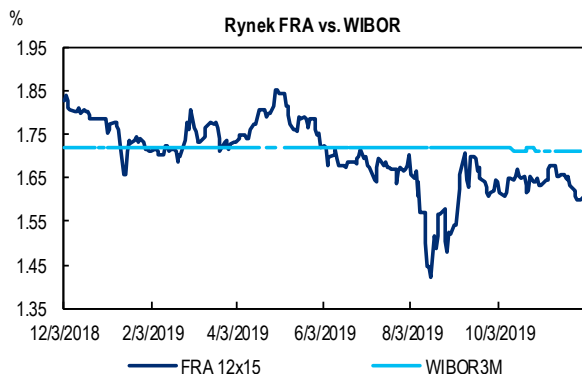
Spis treści

Nr str.

- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

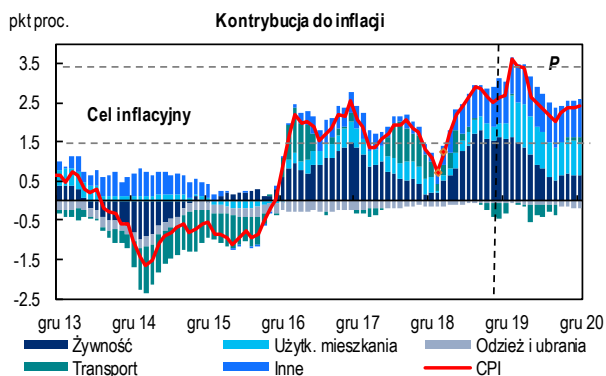
Wykres 2. Kwotowania rynku FRA implikują znaczne szanse jednej obniżki w 2020 r.



- W świetle słabszych danych o wzroście gospodarczym w III kw., w tym tygodniu na uwagę zasługuje będzie środowa konferencja Rady Polityki Pieniężnej. Nie spodziewamy się zmiany stóp procentowych, ale będziemy czekać na komentarze prezesa Glapińskiego na temat PKB oraz inflacji. Gdyby dotychczasowy ton komentarzy przedstawicieli RPP został złagodzony, mogłoby to wesprzeć rynkowe oczekiwania na cięcie stóp procentowych (już obecnie rynek FRA wycenia szanse jednej obniżki w 2020 r.).
- Nasz podstawowy scenariusz zakłada, że stopy pozostaną bez zmian również w 2020 roku, a zapewne i dłużej. Za taką prognozą stoi między innymi założenie, że wzrost gospodarczy w kraju utrzyma się powyżej 3% w latach 2020-2021 (ten poziom traktujemy jako możliwy punkt krytyczny dla RPP).

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

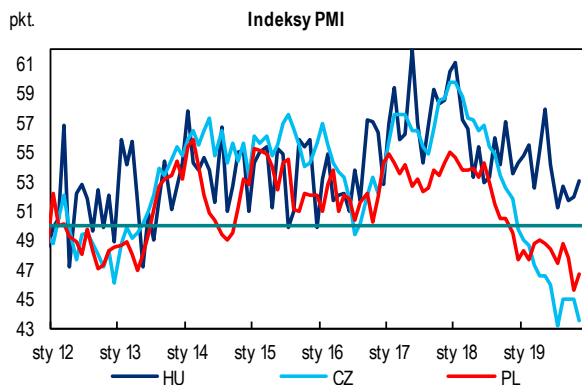
Wykres 3. Inflacja CPI minimalnie wzrosła, a inflacja bazowa prawdopodobnie osiągnęła 2,5%



- Inflacja w listopadzie wzrosła do 2,6% r/r i była nieco niższa od naszych szacunków (2,66%). Opublikowana przez GUS szcztąkowa struktura CPI sugeruje, że inflacja bazowa mogła wynieść około 2,5%.
- W najbliższych miesiącach inflacja najprawdopodobniej będzie stopniowo rosła i może w styczniu lekko przekroczyć 3,5%, przy założeniu 10% wzrostu cen prądu elektrycznego. Po osiągnięciu szczytu w I kwartale, kolejne miesiące powinny przynieść ponowny spadek inflacji. Zmniejszenie luki popytowej oraz trudności z powtórzeniem tegorocznych znacznych podwyżek cen mięsa powinny pomóc sprowadzić wskaźnik CPI w pobliże 2,5% pod koniec 2020 roku.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 4. Indeks PMI pozostaje na bardzo niskim poziomie



- Chociaż indeks PMI wzrósł w listopadzie do 46,7 pkt. (wobec 45,6 w październiku), dane te trudno uznać za napawające optymizmem. Poszczególne podindeksy PMI wciąż utrzymują się na niskich poziomach. W szczególności firma Markit (autor indeksu) wskazuje na dalszy głęboki spadek nowych zamówień, za którym postępuje spadek zaległości produkcyjnych oraz umiarkowane spadki zatrudnienia. Dodatkowo oczekiwania przedsiębiorców odnośnie produkcji w nadchodzącym roku spadły do najniższego poziomu od powstania wskaźnika w 2012 r.
- Chociaż indeks PMI nie jest zbyt dobrym indeksem wyprzedzającym dla polskiej gospodarki, trudno nie zgodzić się z jego wskazaniem sugerującym, że aktywność w przemyśle jest słaba. Naszym zdaniem do jej poprawy mogłoby dojść w I połowie 2020 roku o ile potwierdzą się oznaki stabilizacji/odbicia w Niemczech.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz, publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
2 gru PONIEDZIAŁEK							
02:45	CN	Finalny PMI dla przemysłu (Caixin)	pkt	XI	51,8	51,4	51,7
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	XI	51,2	49,8	51,9
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	XI	47,0	46,6	45,6
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	45,5	45
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	43	53,8
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	XI	46,6	46,6	45,9
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	49,2	51,2
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XI	48,4	49,4	48,3
4 gru ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	XII	1,5	1,5	1,5
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	XI	--	51,3	51,3
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	XI	51,5	51,5	52,2
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	XI	138	140	125
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	XI	--	--	51,6
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XI	54,4	54,5	54,7
5 gru CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	%	X	0,3	0,4	1,3
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	-0,9	0	0,1
11:00	EUR	PKB	% r/r	III kw.	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	215	213
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	X	-48,7	-49,2	-52,5
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	%	X	--	0,3	-0,6
6 gru PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	0,1	0,1	-0,6
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	XI	3,6	3,5	3,6
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XI	183	190	128
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan - wstępny	pkt	XII	97,3	96,9	95,5

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	478	472	528	586	597	676
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.657	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.250	2.383
PKB per capita (USD)	13.622	14.200	12.421	12.288	13.746	15.267	15.590	17.645
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,3	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,4	3,7
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	8,2	3,1
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,1	4,5	4,3	3,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,3	4,4
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	3,3	4,3
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,4	4,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,8	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	2,6
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	7,0	8,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,5	7,6	7,4	4,9	3,4	7,0	7,9	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	4,34	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,20	2,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,95	3,76
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,87	3,88
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,30	4,26
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,31	4,30
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-3,4	-1,8	-3,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-0,3	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	-5,0	-5,1
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	271,0	311,0
Import	198,5	215,0	188,6	193,2	226,6	260,1	275,9	316,1
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	27,5	28,7
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,3	-24,4
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,5	-0,2	-1,1	-0,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1,6	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,2	0,3	0,6
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	45,2	44,0

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

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

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r., o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r., w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 roku 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.