

CitiMonthly

Łagodniejszy powiew z Zachodu

Piotr Kalisz, CFA,
Cezary Chrapek, CFA
Czerwiec 2019

www.citihandlowy.pl
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

The logo for Citi Handlowy, featuring the word "citi" in white lowercase letters with a red arc above the "i", followed by "handlowy" in white lowercase letters, and a registered trademark symbol (®) to the upper right.

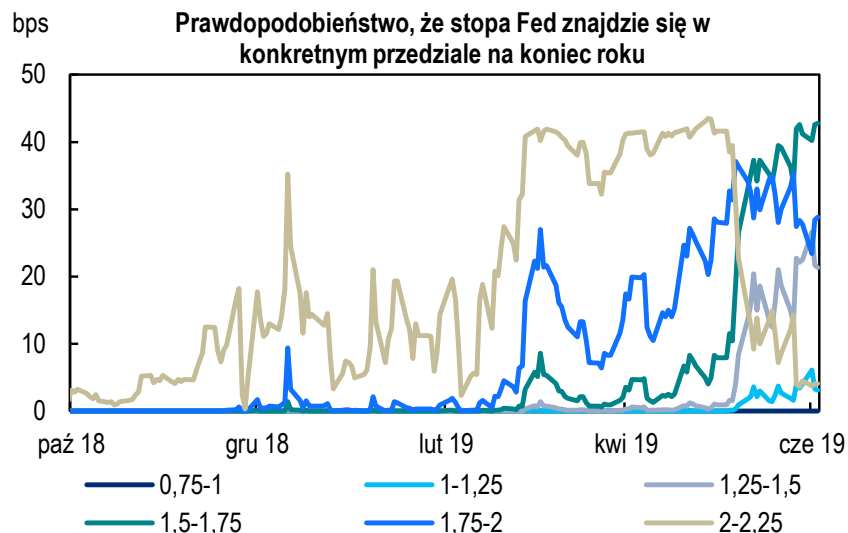
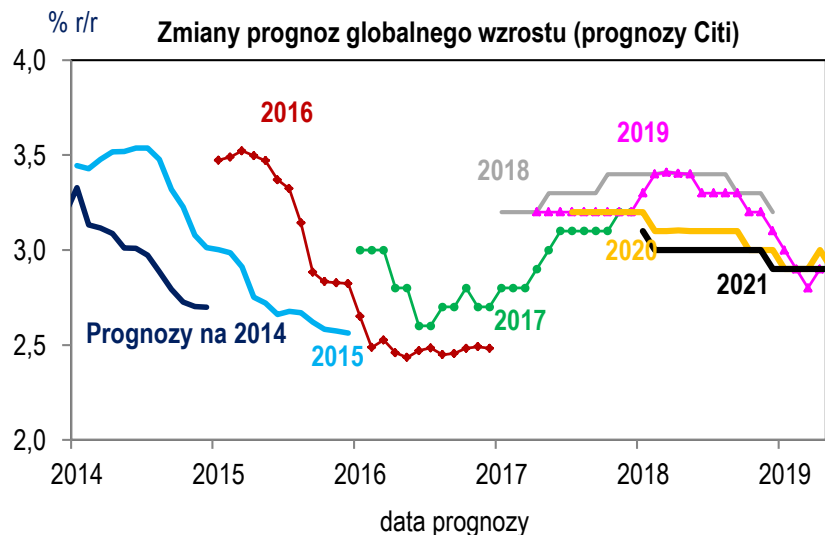
Łagodniejszy powiew z Zachodu

- W ostatnich tygodniach zarówno Fed, jak i EBC złagodziły swoją retorykę, otwierając furtkę dla ewentualnych obniżek stóp procentowych oraz zakupów aktywów
- Jedną z kluczowych kwestii ciążących na perspektywach wzrostu jest niepewność dotycząca polityki handlowej USA
- Na tle słabych danych z Europy Zachodniej i Stanów Zjednoczonych polska gospodarka wydaje się być w bardzo dobrej kondycji. Wzrost PKB w całym roku może lekko przekroczyć 4,5%
- Ewentualne wprowadzenie przez USA ceł na samochody produkowane w UE miałyby niewielki wpływ na wzrost w kraju (poniżej 0,1% PKB)
- Inflacja może rosnąć w II połowie roku, napędzana drożejącą żywnością oraz wyższymi cenami usług. Na początku 2020 roku wskaźnik CPI może przejściowo przekroczyć 3,5%
- Rada Polityki Pieniężnej w najbliższych miesiącach będzie utrzymywać stopy procentowe bez zmian. Bardziej gołębie nastawienie Fed oraz EBC zmieniają rozkład ryzyk dla polskich stóp procentowych (na korzyść ewentualnych obniżek)

Prognozy globalne

	PKB			CPI			Stopy banku centralnego			Bilans obrotów bieżących			Deficyt fiskalny*			Dług*		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Świat	3,2	2,9	2,9	2,7	2,5	2,5	2,67	2,93	2,79	0,4	-0,1	-0,3	-2,5	-3,2	-3,1	85	87	87
Kraje rozwinięte	2,2	1,8	1,6	1,9	1,4	1,5	0,95	1,25	1,25	0,0	-0,5	-0,7	-2,5	-3,5	-3,4	107	110	111
USA	2,9	2,7	2,0	2,0	1,6	1,8	1,90	2,50	2,50	-2,4	-3,0	-3,5	-4,3	-6,1	-6,0	106	108	110
Japonia	0,8	0,6	0,1	1,0	0,5	0,6	-0,10	-0,10	-0,08	3,6	2,8	3,0	-4,1	-4,3	-3,9	240	241	241
strefa euro	1,8	1,1	1,3	1,8	1,2	1,3	0,00	0,00	0,00	2,9	2,9	2,7	-0,5	-1,0	-1,0	85	86	85
Niemcy	1,5	0,6	1,0	1,9	1,2	1,1				7,5	6,9	6,4	1,7	0,9	0,3	61	58	56
Francja	1,7	1,4	1,7	2,1	1,3	1,7				-0,7	-0,5	-0,5	-2,5	-3,2	-2,3	98	99	99
Włochy	0,7	-0,1	0,2	1,2	0,7	1,0				2,5	2,4	2,2	-2,1	-2,6	-3,0	132	134	136
Hiszpania	2,6	2,3	1,8	1,7	1,0	1,2				0,5	1,2	1,2	-2,5	-2,0	-1,7	97	95	94
Szwecja	2,5	1,8	1,7	2,1	1,8	1,7	-0,50	-0,26	-0,02	1,7	3,6	4,0	0,9	0,3	0,2	39	38	37
Szwajcaria	2,5	1,1	1,3	0,9	0,5	0,3	-0,75	-0,75	-0,75	10,2	9,5	8,7	0,8	0,6	0,5	28	27	27
Wielka Brytania	1,4	1,4	1,2	2,5	1,8	1,8	0,60	0,75	0,92	-3,9	-5,6	-5,5	-1,2	-1,6	-1,4	86	85	84
Kraje rozwijające się	4,5	4,3	4,6	3,8	4,0	3,7	4,98	5,14	4,78	0,9	0,3	0,2	-2,5	-2,8	-2,8	55	55	56
Chiny	6,6	6,4	6,0	2,1	2,6	2,3	3,40	3,40	3,40	0,4	-0,1	-0,1	-2,6	-2,8	-2,8	69	72	72
Indie	6,8	7,0	7,4	3,4	3,8	4,2	6,33	5,63	5,50	-2,4	-2,2	-1,0	-6,3	-6,2	-6,1	71	70	67
Indonezja	5,2	5,0	4,9	3,2	3,3	3,9	4,26	5,75	5,00	-3,0	-2,7	-2,3	-1,8	-1,9	-1,7	29		
Korea Płd.	2,7	2,1	2,2	1,5	1,0	1,5	1,38	1,63	1,50	4,6	3,6	4,0	1,6	0,2	-0,9	35	37	39
Czechy	2,9	2,3	2,5	2,1	2,6	1,7	1,06	1,92	2,27	0,4	-0,1	0,3	0,9	0,2	0,3	33	31	29
Węgry	4,9	4,1	3,1	2,8	3,5	3,6	0,90	0,90	0,90	0,5	0,1	0,4	-2,2	-1,8	-1,0	71	67	65
Polska	5,1	4,7	3,7	1,6	2,2	2,7	1,50	1,50	1,50	-0,7	-1,1	-1,5	-0,4	-1,4	-0,2	47	45	43
Rumunia	4,1	3,7	3,2	4,6	4,1	3,6	2,44	2,56	3,19	-4,5	-5,1	-4,8	-2,9	-3,5	-3,8	42	44	44
Rosja	2,3	1,5	2,5	2,9	4,8	4,1	7,42	7,54	7,04	9,7	5,5	4,1	2,7	1,9	1,1	17	18	18
Turcja	2,6	-3,0	2,0	16,3	17,3	17,3	17,74	24,02	20,75	-3,5	-0,7	-2,1	-2,0	-3,9	-3,4	30	36	37
RPA	0,8	0,9	1,3	4,5	4,3	5,0	6,59	6,75	6,75	-3,8	-3,7	-3,8	-5,1	-5,4	-5,4	58	61	60
Brazylia	1,1	0,7	1,8	3,7	3,7	3,9	6,56	6,21	5,50	-0,8	-1,0	-1,2	-7,1	-6,0	-6,0	77	79	80
Meksyk	2,0	1,2	1,7	4,9	4,1	3,9	7,7	8,1	7,6	-1,8	-1,5	-1,6	-2,7	-3,1	-3,5	53,1	54,4	55,4

Perspektywy globalne



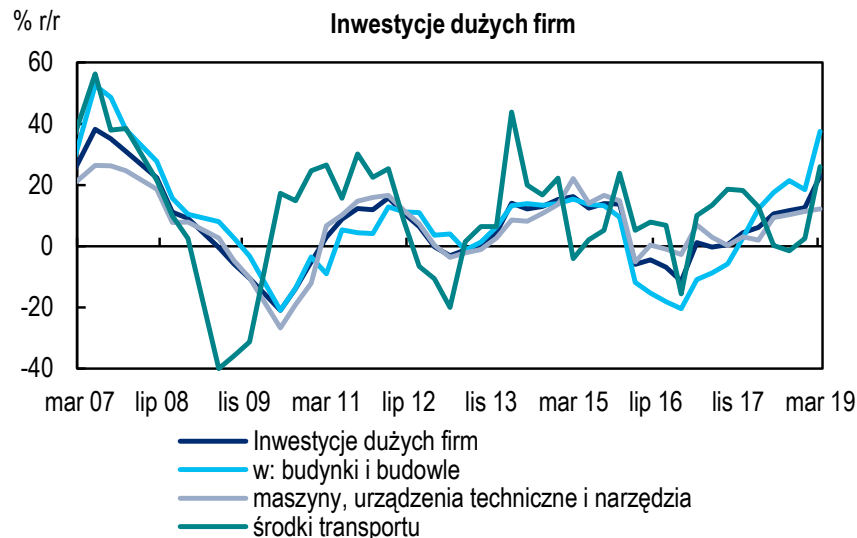
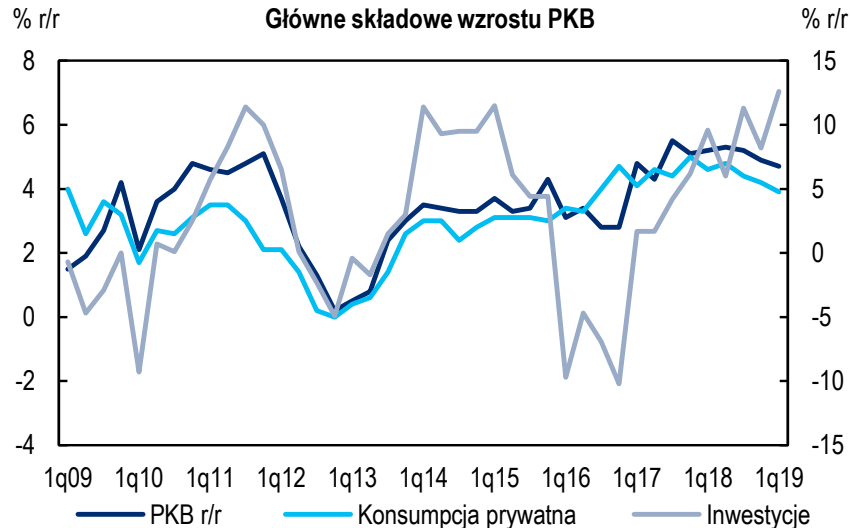
Napięcia handlowe trwają

- Głównym wydarzeniem najbliższych tygodni będzie szczyt G20. Choć nasz bazowy scenariusz zakłada, że na szczycie dojdzie do porozumienia między Stanami oraz Chinami, wprowadzenie w życie ceł na cały import USA z Chin nie może być wykluczone. Taki scenariusz oznaczałby niższy wzrost w Chinach o 0,3 pkt proc., co mogłoby odbić się negatywnie na apetycie na ryzyko. W dalszej kolejności USA mogą wprowadzić cła na samochody z UE.
- Pełna eskalacja wojen handlowych mogłaby obniżyć światowy wzrost gospodarczy w ciągu roku nawet do 2% z obecnie oczekiwanych 2,9%.

Łagodne banki centralne

- Choć dane o zatrudnieniu z USA zaskakiwały w dół w ostatnich dwóch miesiącach, to cały zestaw danych makroekonomicznych z amerykańskiej gospodarki jest wciąż dosyć dobry i nie odpowiada okresom łagodzenia polityki pieniężnej z przeszłości.
- Komentarze Fed sugerują, że bank centralny poważnie rozważa możliwość cięcia stóp procentowych już w lipcu.
- Oczekujemy też, że jeśli sytuacja w strefie euro nie ulegnie poprawie, EBC użyje wszelkich dostępnych narzędzi do wspierania gospodarki. Zakładamy obniżkę stopy depozytowej o 10pb oraz rozpoczęcie skupu aktywów o wielkości 360 mld EUR.

Blisko pięciu



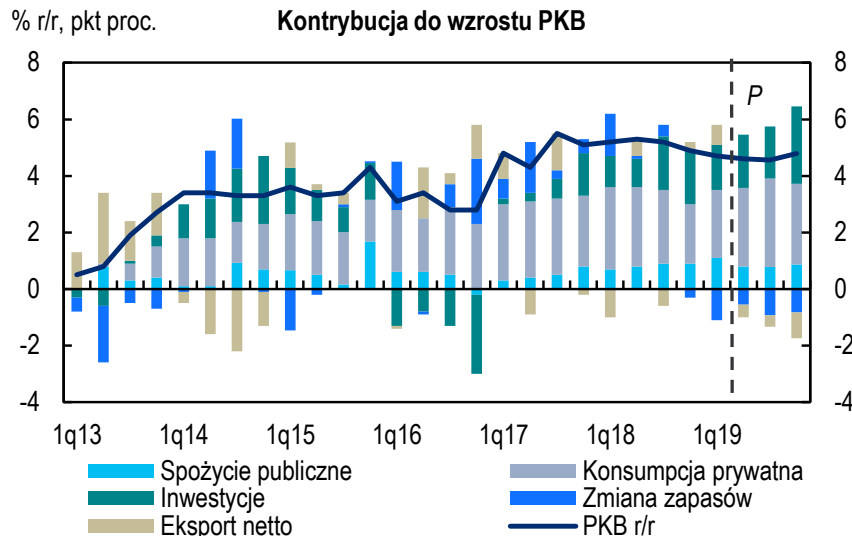
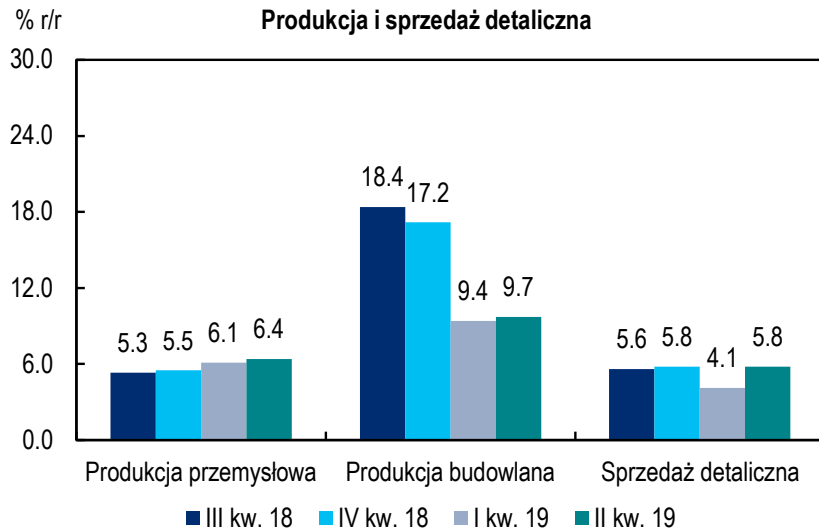
W inwestycjach więcej niż drgnęło...

- Wzrost PKB w pierwszym kwartale wyniósł 4,7% i był wyższy od wstępnych szacunków. Prawdziwą niespodzianką okazała się jednak struktura PKB.
- Inwestycje wzrosły o 12,6% w porównaniu z analogicznym okresem 2018 r., co stanowiło pozytywną odmianę po słabym IV kwartale. Dane GUS pokazują, że wyraźne wzrosty odnotowano w dużych firmach w większości działów przemysłu. Szczególnie szybko rosły nakłady na budynki i budowle oraz na środki transportu.
- Mimo znacznego przyspieszenia, wkład inwestycji do wzrostu PKB wyniósł w I kwartale 1,6 punktu proc. i był niższy niż w II poł. 2018 r. Powyższe dane potwierdzają, że z punktu widzenia całorocznej dynamiki inwestycji kluczowe są III i IV kw., gdy inwestycje są sezonowo najwyższe.

... za to w konsumpcji słabiej

- Słabszy od prognoz okazał się wzrost konsumpcji (3,9% r/r), jednak jest to zapewne efekt krótkotrwały. Wysoka dynamika funduszu płac oraz wypłata trzynastej emerytury (a w dalszej części roku również 500+) powinny popchnąć wzrosty konsumpcji powyżej 5% w II poł. roku.

Silny wzrost również w II kw.



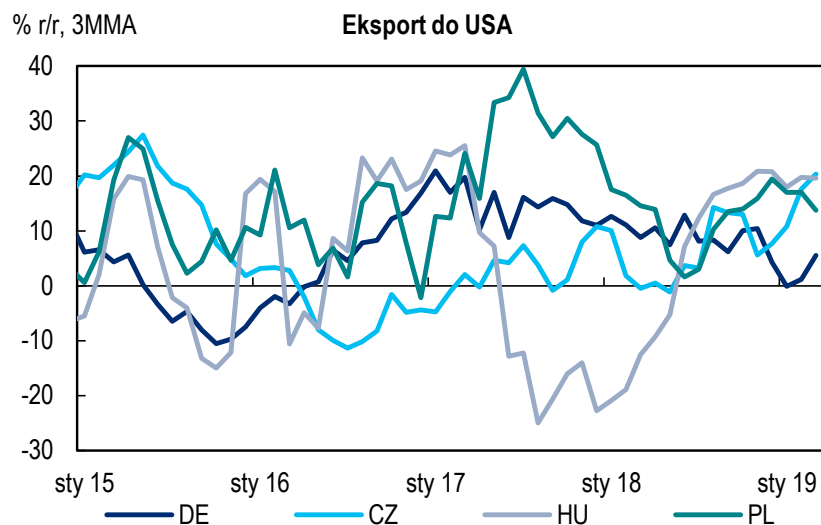
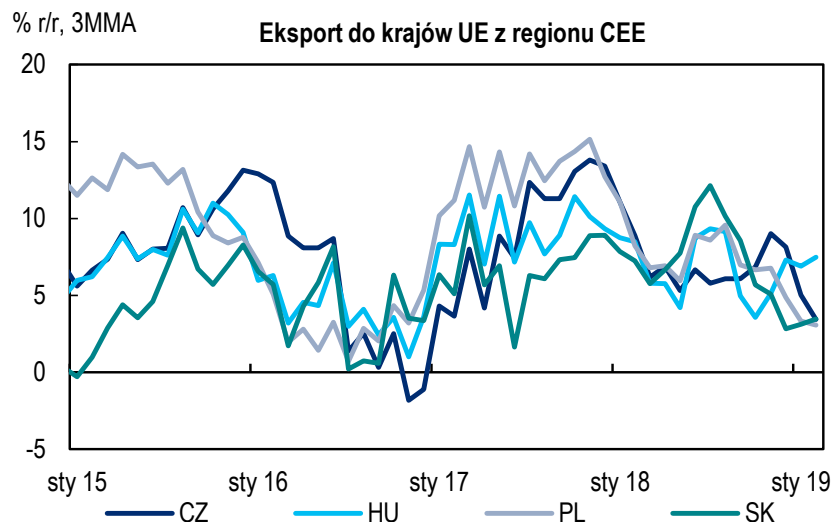
Konsumpcja pomoże wzrostowi w II kw.

- Na podstawie danych za kwiecień i maj szacujemy, że wzrost produkcji przemysłowej i budowlanej w II kw. będzie zbliżony do tego z I kw.
- Lekkie przyspieszenie możliwe jest w przypadku sprzedaży detalicznej, dzięki korzystnemu rozkładowi efektów kalendarzowych (Wielkanoc przypadła pod koniec kwietnia) oraz dzięki transferom do emerytów (w maju).

Wzrost w 2019 roku w pobliżu 4,5%+

- Nasza ścieżka wzrostu gospodarczego zakłada niewielkie spowolnienie w II i III kw., a następnie możliwe nieznaczne przyspieszenie.
- Całoroczny wzrost szacujemy na około 4,6-4,7%, a więc tylko nieco niższy od 5,1% w 2018 roku. Wynik ten byłby jednocześnie wyraźnie wyższy od prognoz formułowanych jeszcze na początku roku. Gospodarka wykazuje się bowiem zaskakująco dużą odpornością na szoki zewnętrzne, a stymulacja fiskalna pomaga podtrzymać dynamikę popytu krajowego na wysokim poziomie.

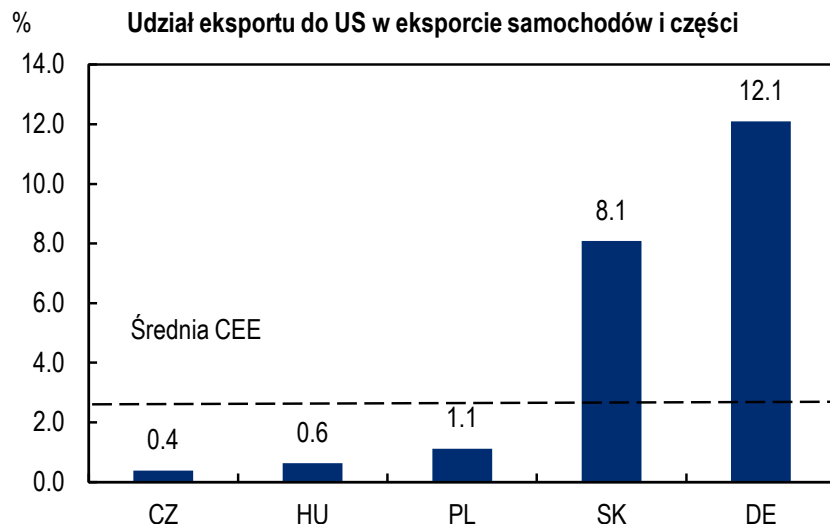
Zaskakująca odporność eksportu



Stany pomagają Polsce

- Silne spowolnienie gospodarcze w Niemczech przekłada się na osłabienie dynamiki eksportu do krajów UE. Mimo to polski przemysł wykazuje się zaskakującą odpornością.
- Czynnikiem częściowo wyjaśniającym niezłe osiągnięcia polskiego przemysłu jest znaczny wzrost eksportu na inne (niż niemiecki) rynki. Wraz ze spowolnieniem eksportu do krajów UE odnotowano wyraźne przyspieszenie eksportu do krajów spoza Unii – w przypadku Polski do 8,7% r/r (wobec 1% w kwietniu 2018)
- Szczególnie dynamicznie rośnie eksport do Stanów Zjednoczonych oraz Chin.
- Biorąc pod uwagę perspektywę narastających napięć handlowych na linii Stany Zjednoczone-UE, poleganie na silnym wzroście eksportu do Stanów Zjednoczonych może nie być skuteczną strategią na dłuższą metę
- Polska i Chiny są krajami o wysokim stopniu podobieństwa eksportu, co może być zarówno szansą jak i zagrożeniem w sytuacji narastania konfliktów handlowych.

Wojna celna i jej skutki



Eksport samochodów i części (% PKB)		Wpływ cel na eksport (% PKB)	
		Pełne przeniesienie cel na ceny importu	Przeniesienie 60%
Na podstawie danych OECD 2015			
Czechy	0,32	-0,10	-0,06
Węgry	1,19	-0,36	-0,21
Polska	0,10	-0,03	-0,02
Słowacja	0,76	-0,23	-0,14
CEE (średnia ważona PKB)	0,36	-0,11	-0,06
Niemcy	0,77	-0,23	-0,14

Cła na samochody niezbyt straszne

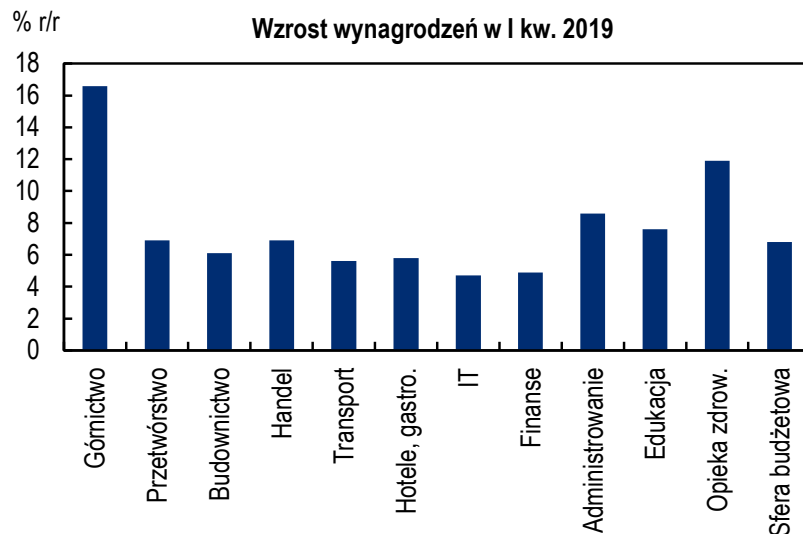
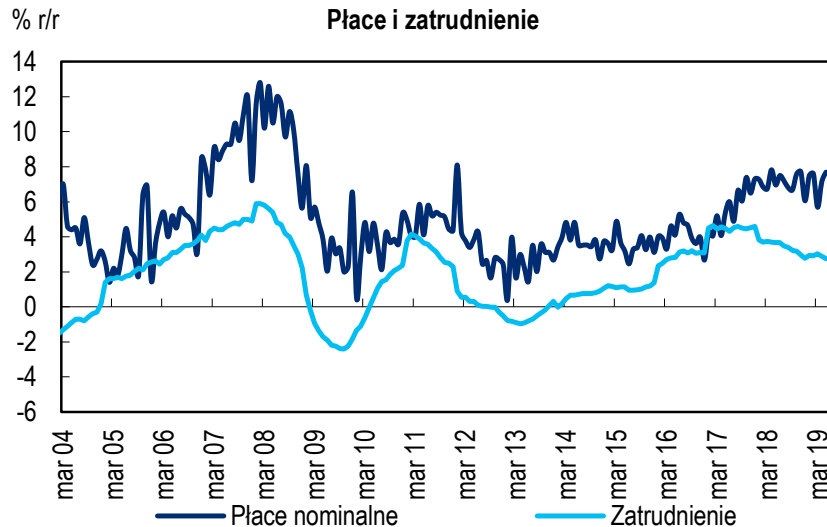
- Wojna handlowa między Stanami Zjednoczonymi i Chinami weszła w kolejną fazę, co jednak nie zapowiada nic dobrego dla relacji handlowych między USA i Unią Europejską.
- Nasz bazowy scenariusz zakłada wejście w życie amerykańskich cł na samochody i części samochodowe produkowane w UE (w wysokości 25%). Szacujemy jednak, że wpływ cł na wzrost gospodarczy w Polsce będzie znikomy (poniżej 0,1% PKB). Niewiele wyższy byłby wpływ na inne kraje regionu.

Scenariusz „wojny na całego”

- Biorąc pod uwagę dynamikę konfliktów handlowych, spor nie musi się zakończyć na cłach na samochody. W przypadku znacznego nasilenia konfliktu (zwiększenie cł przez USA, retorsje ze strony Chin, UE, Japonii) możliwy byłby scenariusz głębokiego globalnego spowolnienia. Nasze symulacje sugerują, że wzrost w 2020 roku mógłby być o 0,7 pkt. proc. niższy niż w scenariuszu bazowym.
- Polska dysponuje przestrzenią fiskalną, która mogłaby zostać wykorzystana w przypadku realizacji negatywnego scenariusza wzrostu.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat, OECD

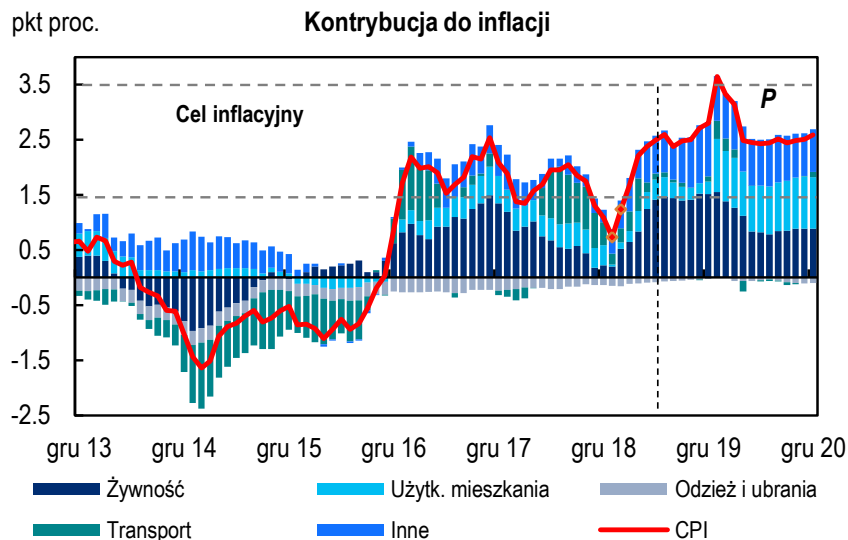
Rynek pracy bez niespodzianek



Place wciąż rosną w wysokim tempie

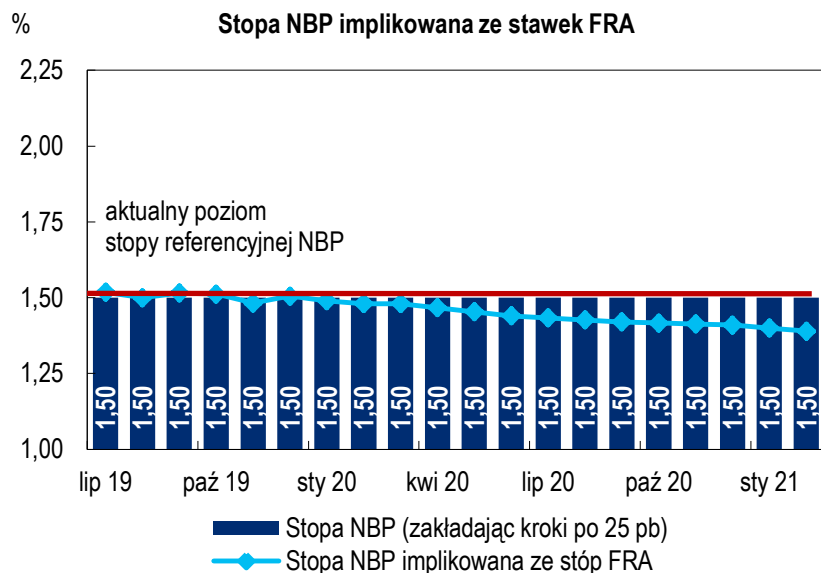
- Od miesięcy nominalny wzrost wynagrodzeń oscyluje w okolicach 7% r/r. Z kolei realny fundusz płac wzrósł w maju o 8,1% r/r.
- Zatrudnienie stopniowo wyhamowuje, prawdopodobnie na skutek napotkania barier podażowych – firmom coraz trudniej znaleźć wykwalifikowanych pracowników.
- W I kwartale (poza górnictwem) najwyższą dynamikę płac odnotowano w przypadku usług związanych z opieką zdrowotną, edukacją, administrowaniem. Dane sugerują, że problemy ze znalezieniem pracowników, w połączeniu z silnym popytem konsumpcyjnym, przekładają się na rosnącą presję płacową.
- Nasz scenariusz wciąż zakłada, że pomimo wyhamowania wzrostu gospodarczego płace nominalne w 2019 roku będą wciąż rosły w tempie 7% r/r.
- Oznacza to, że efektem spowolnienia będzie nie wyhamowanie płac nominalnych lecz zaakceptowanie przez pracowników mniejszej skali podwyżek w ujęciu realnym (przy wyższej inflacji)

Inflacja w pobliżu celu



Inflacja przekroczy cel w II poł. roku

- W maju inflacja wzrosła do 2,4% r/r, niemal ocierając się o cel inflacyjny (2,5%). Ceny żywności pozostają jedną z głównych sił napędowych, a wzrosty cen mięsa wieprzowego oraz warunki pogodowe (wyjątkowo upalny i suchy czerwiec) sugerują, że trend ten może być kontynuowany.
- Inflacja bazowa wytraciła część swojego rozpędu, ale pozostaje na relatywnie wysokim (na tle ostatnich lat) poziomie 1,7%.
- Oczekujemy, że pod koniec roku inflacja sięgnie 2,8% a na początku 2020 roku przejściowo przekroczy 3,5%.

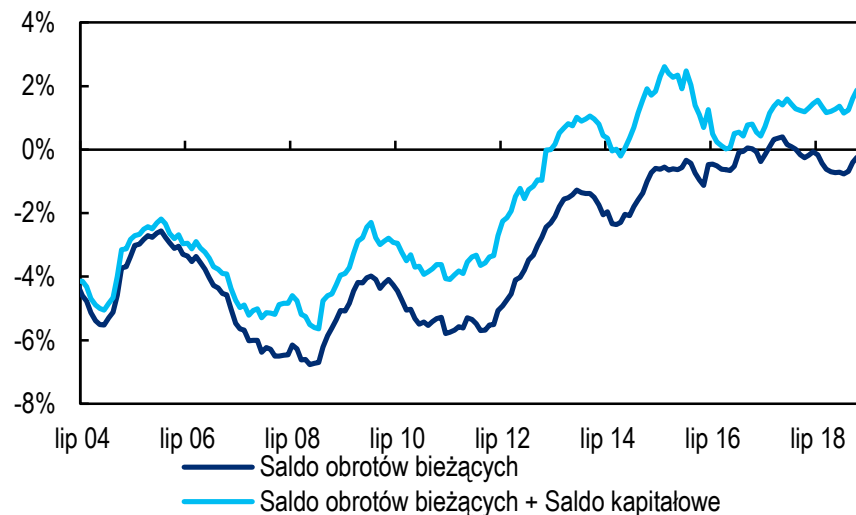


RPP woli stabilność

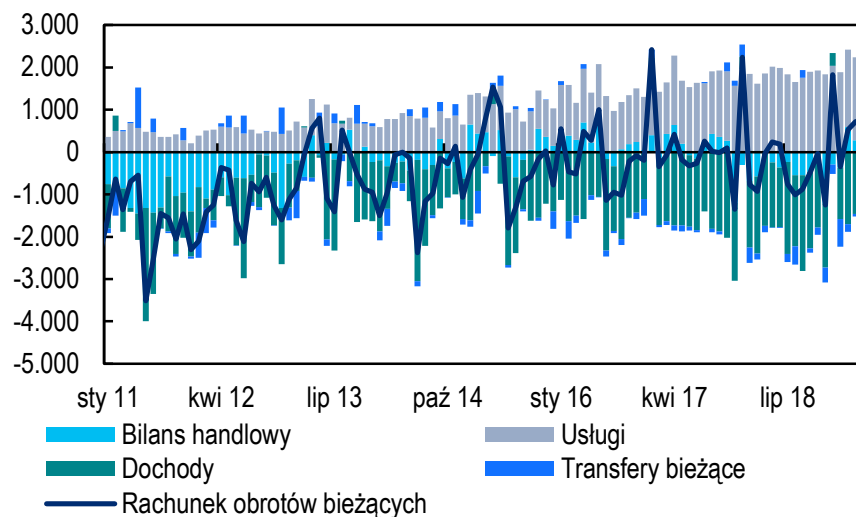
- RPP w najbliższych miesiącach będzie utrzymywać stopy procentowe bez zmian (1,5%). Bardziej gołębie nastawienie Fed oraz EBC, a także możliwość łagodzenia polityki pieniężnej przez te banki, zmieniają rozkład ryzyk dla polskich stóp procentowych. O ile nasz bazowy scenariusz zakłada stabilne stopy do 2022 roku, scenariusz obniżek wydaje się bardziej prawdopodobny niż wcześniej oczekiwano (na pewno bardziej prawdopodobny niż scenariusz podwyżek).

Równowaga zewnętrzna

% PKB Bilans obrotów bieżących oraz saldo rachunku kapitałowego



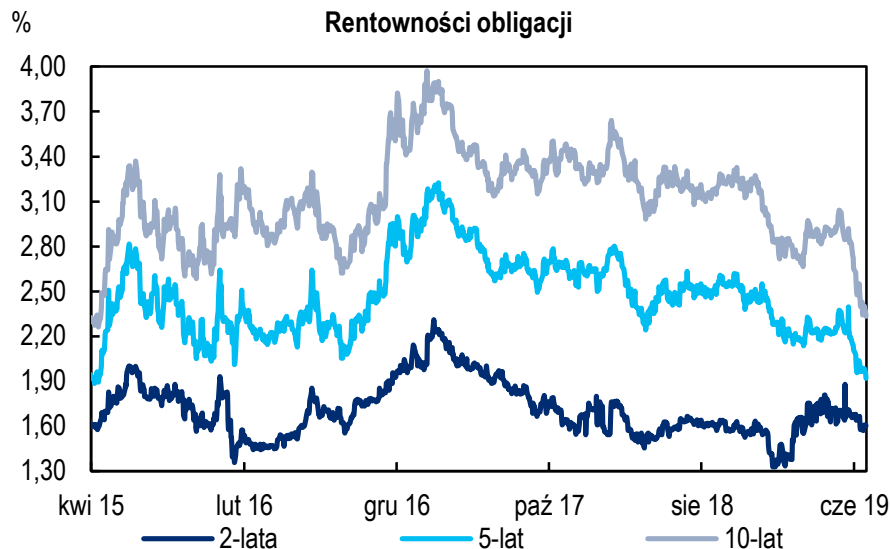
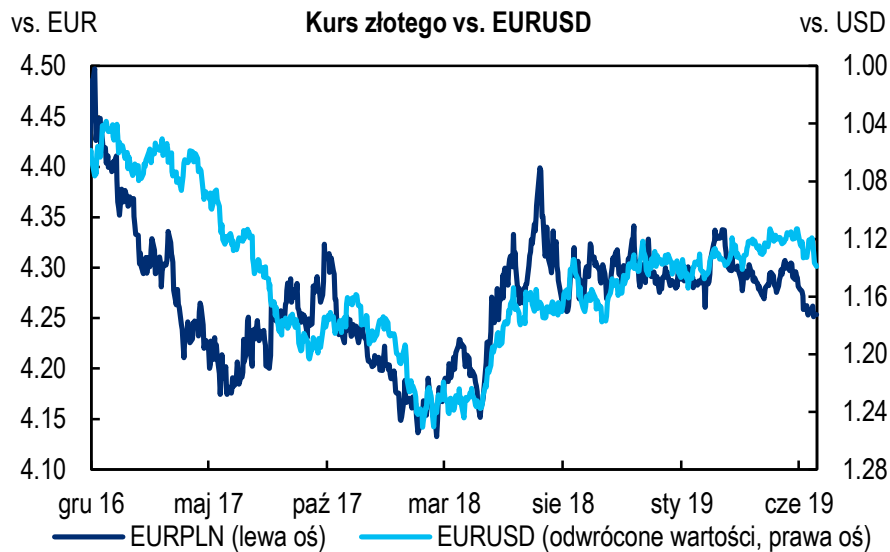
mln € Bilans obrotów bieżących



Dobra sytuacja w obrotach bieżących

- Podobnie jak w marcu dane o bilansie obrotów bieżących za kwiecień zaskoczyły pozytywnie. W rezultacie deficyt obrotów bieżących okazał się znacznie niższy niż można było zakładać na początku roku. Za niski deficyt odpowiadała przede wszystkim poprawa w usługach i większy napływ środków UE, przy stosunkowo niewielkim pogorszeniu bilansu handlowego.
- Dynamika eksportu przyspieszyła w kwietniu do 10,3% z 7,9%, a importu do 8,7% z 1,4%. Średnie tempo wzrostu eksportu za pierwsze cztery miesiące roku wynosi 7%, wobec 5,3% w przypadku importu. W kolejnych kwartałach import powinien wyraźnie przyspieszyć (zakładając przyspieszenie konsumpcji), ale deficyt handlowy za cały rok może być niższy niż oczekiwaliśmy na początku roku.
- Deficyt skumulowany za 12 miesięcy obniżył się wobec grudnia do 0,2% PKB (z 0,7%) a po dodaniu środków unijnych na rachunku kapitałowym łączne saldo obrotów bieżących i kapitałowe wynosi blisko +2% PKB. To wpływa stabilizująco na złotego. Oczekujemy pogorszenia relacji deficytu do PKB do ok. 1,1% PKB na koniec roku i do 1,5% PKB w 2020 r.

Rynek walutowy i obligacji



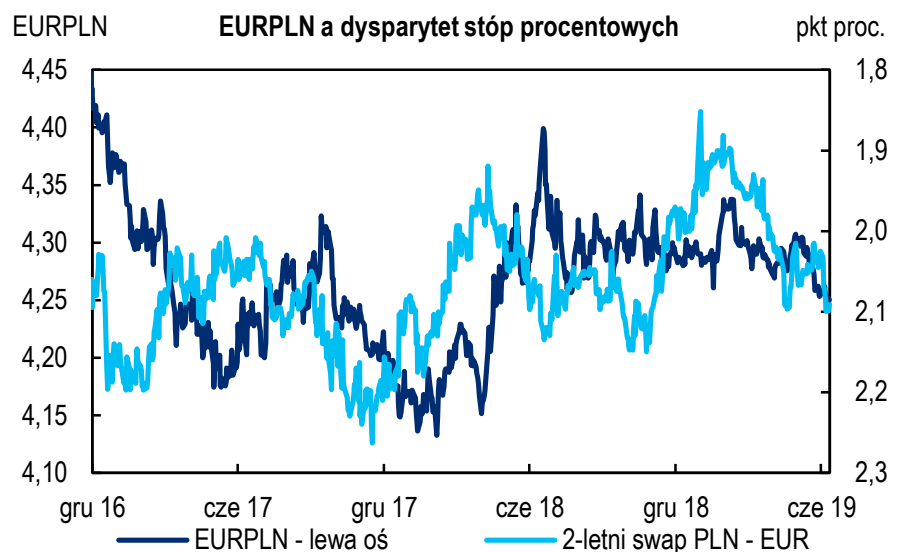
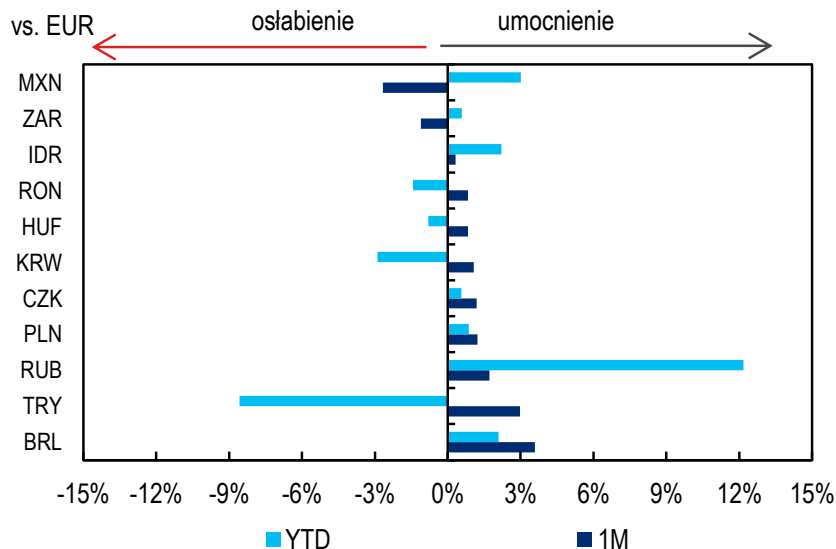
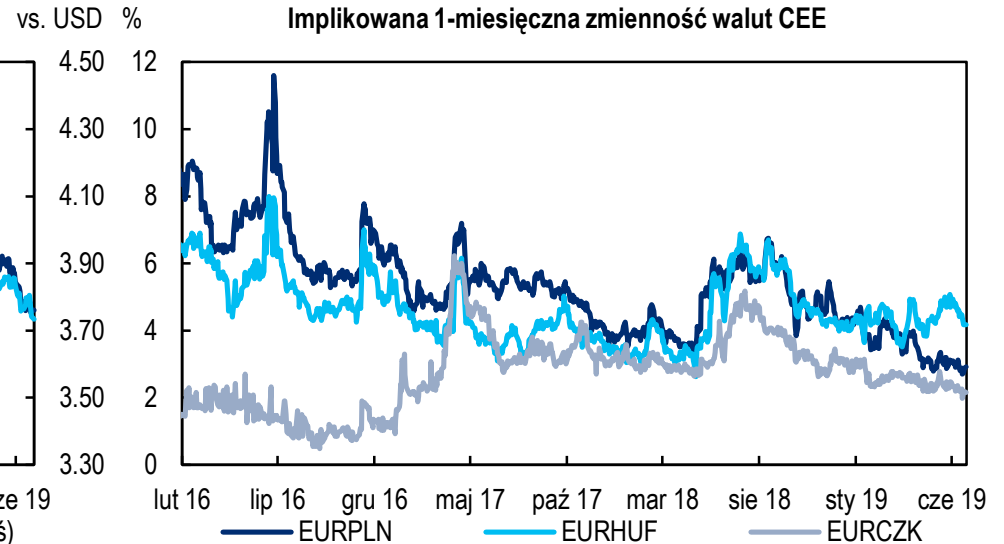
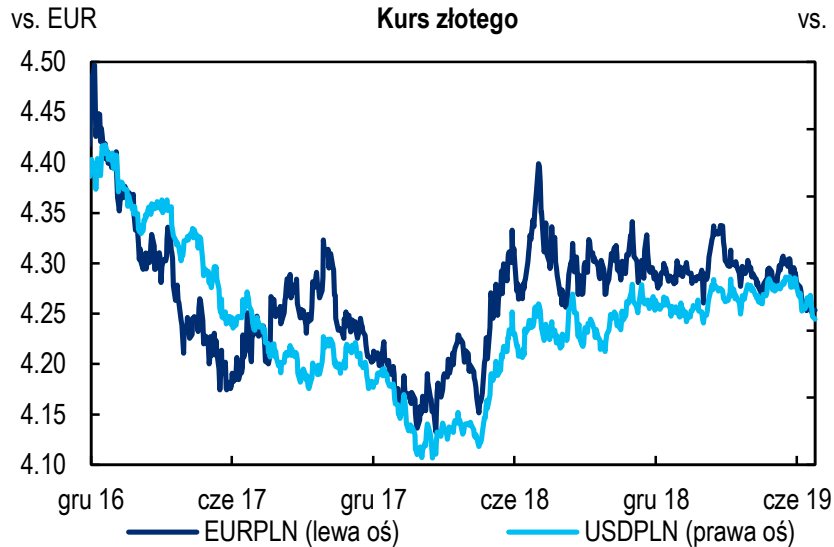
Gołębi Fed pomaga złotemu

- Złoty umocnił się wobec głównych walut czemu sprzyjało odreagowanie euro wobec dolara. To z kolei częściowo wynikało ze złagodzenia tonu Fed i zwiększenia oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych w USA. Eskalacja konfliktu między USA i Chinami miała niewielki wpływ na złotego.
- Sądzymy, że podobne tendencje i korelacje utrzymają się w kolejnych miesiącach. W bazowym scenariuszu oczekujemy stopniowej deeskalacji konfliktu handlowego, stosunkowo mocnego wzrostu PKB i niskiego deficytu CA w Polsce. Spodziewamy się też umocnienia euro wobec dolara w perspektywie kolejnych miesięcy co powinno sprzyać złotemu.

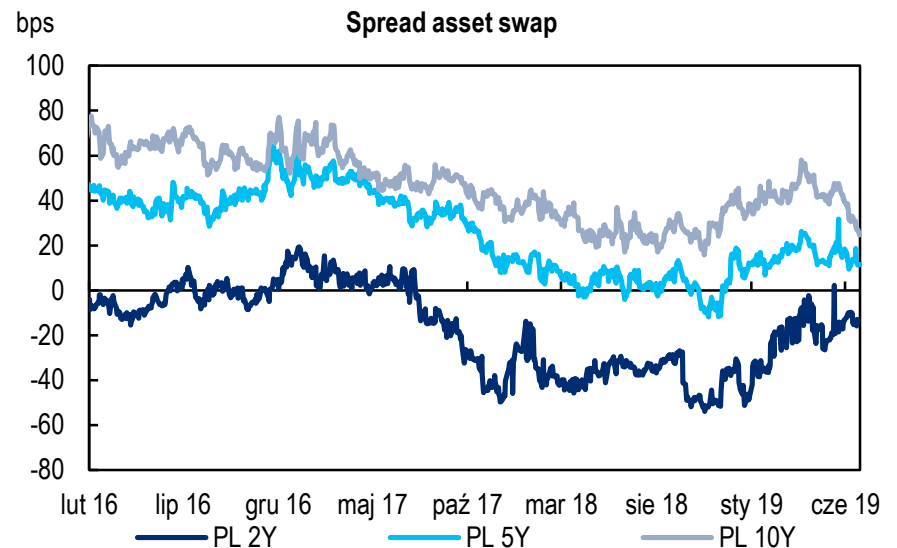
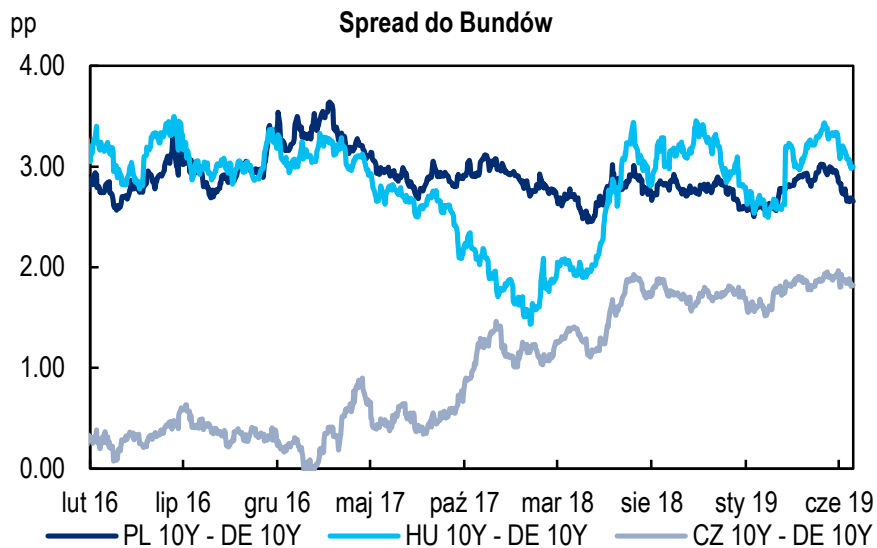
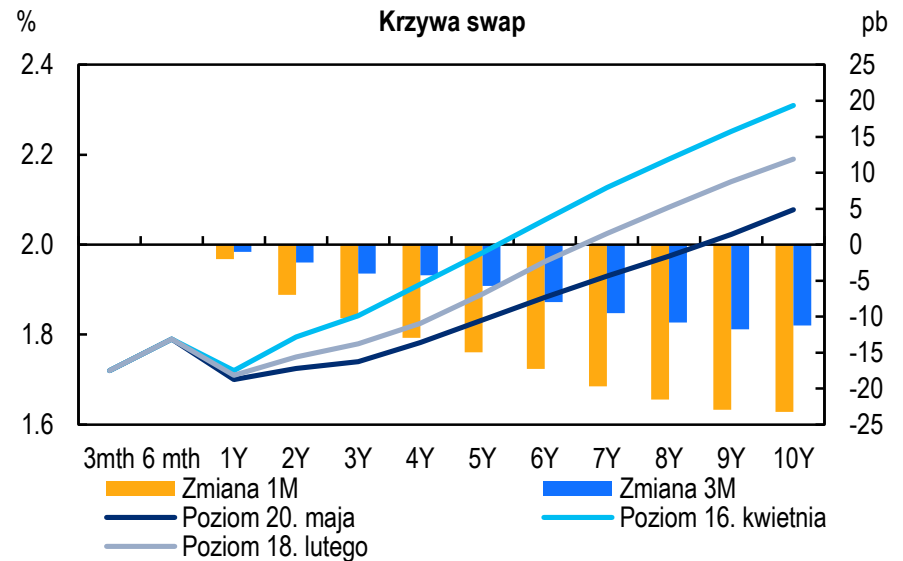
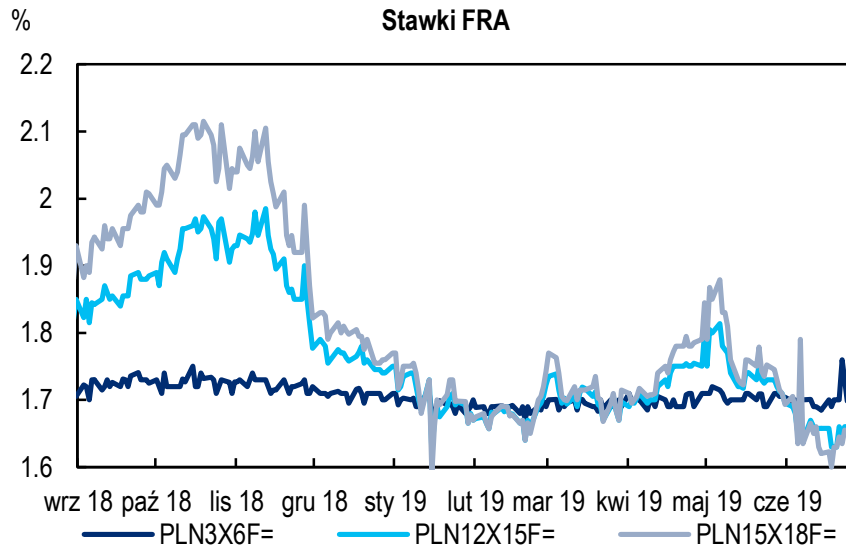
Znaczne umocnienie na rynku obligacji

- W ostatnim miesiącu doszło do zdecydowanego umocnienia na rynku krajowych obligacji i dalszego zawężenia spreadów asset swap. Rynek zareagował na niższy od prognoz odczyt inflacji za maj, słabsze dane o aktywności, gołębią retorykę Rady ale przede wszystkim na spadki rentowności na bazowych rynkach długu (w oczekiwaniu na łagodzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne).
- Sądzymy, że w kolejnych miesiącach możliwy jest wzrost rentowności w związku z oczekiwanym wzrostem inflacji, wzrostem rentowności Bundów i zbliżającym się terminem wyborów, które zwiększą premię za niepewność.

Przegląd rynku walutowego



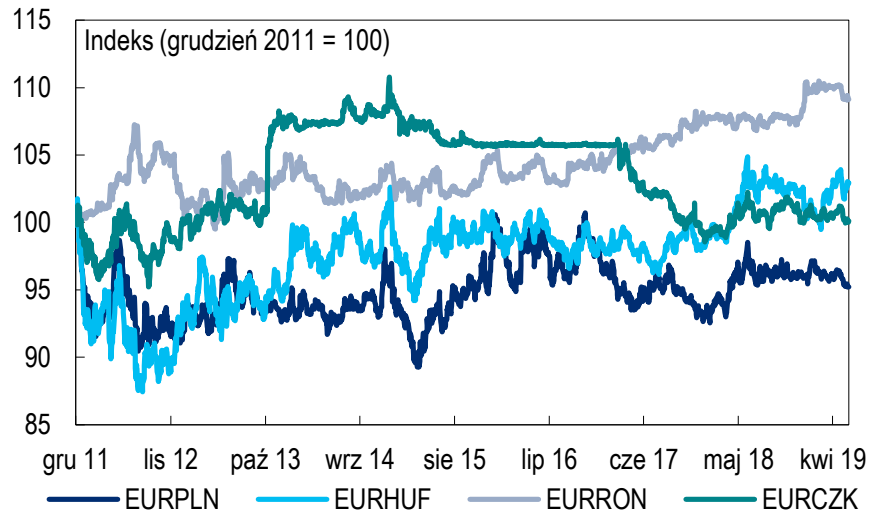
Przegląd rynku stopy procentowej



Długoterminowe wskaźniki rynkowe

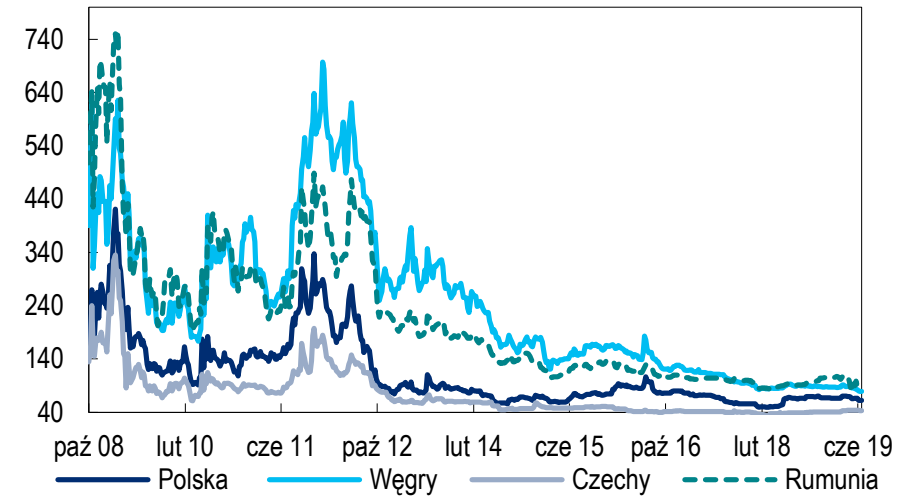
Tytuł osi

Kursy walut krajów Europy Środkowej



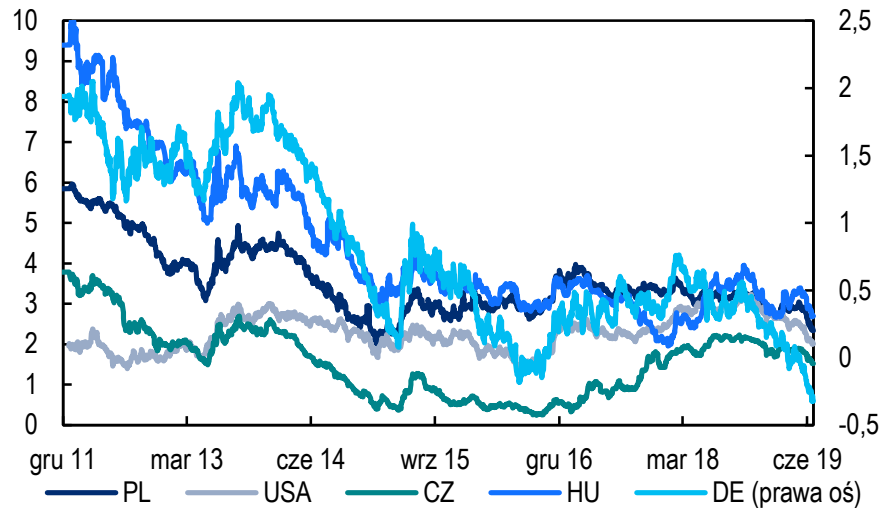
bp

Stawki CDS



%

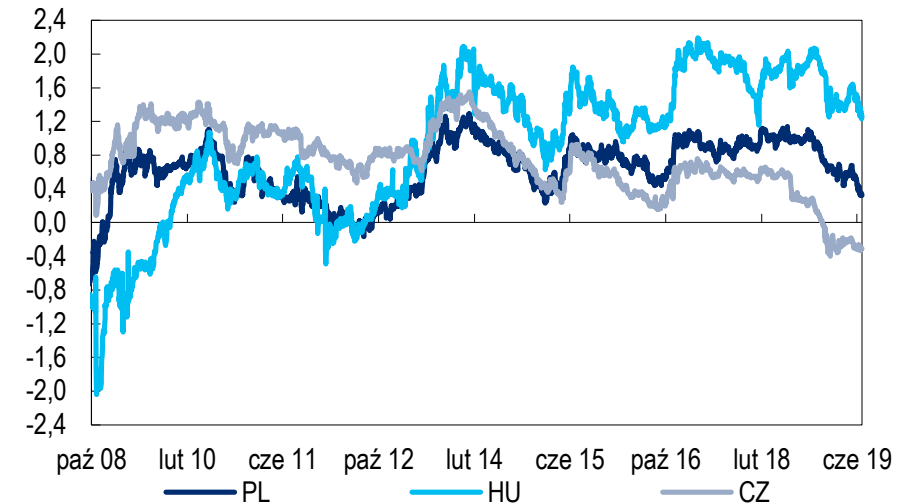
Rentowności 10-letnich obligacji



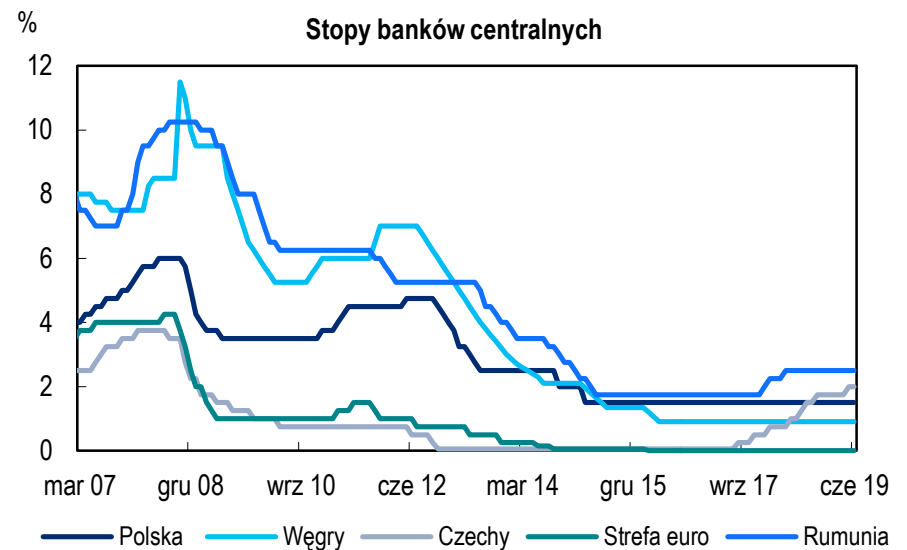
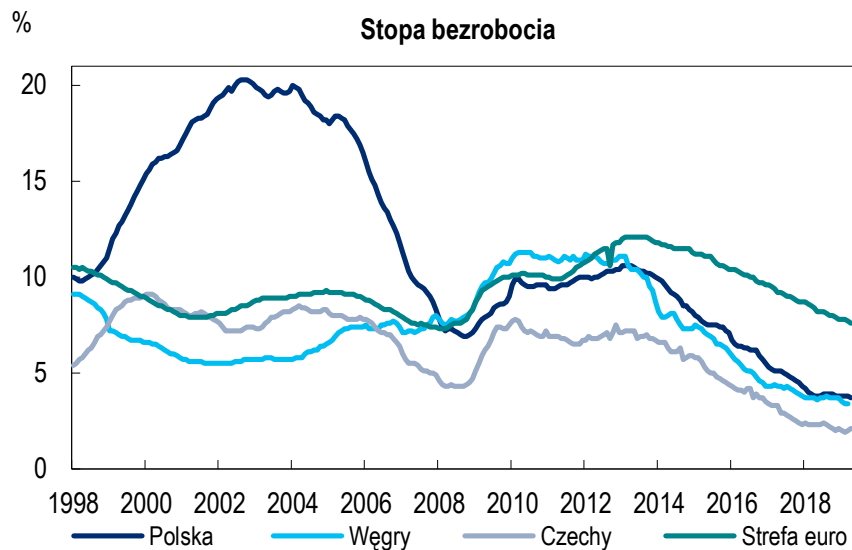
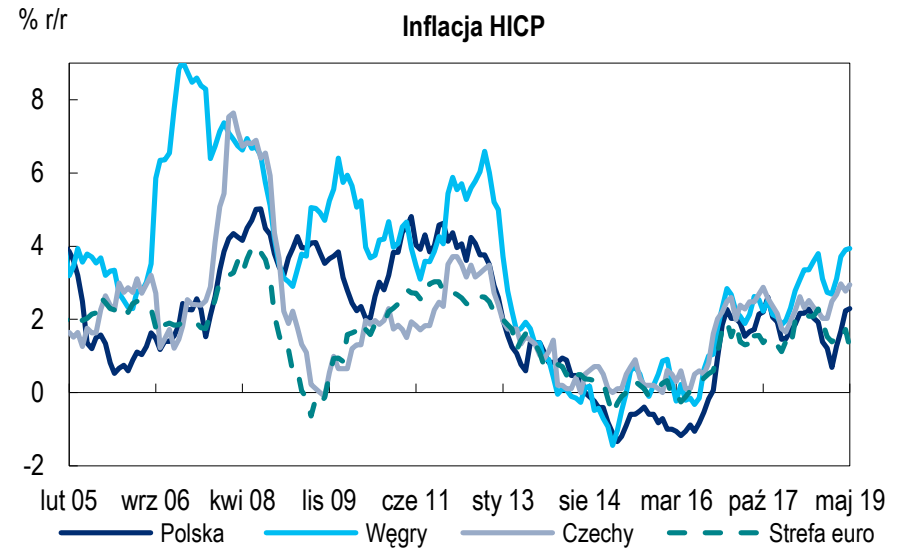
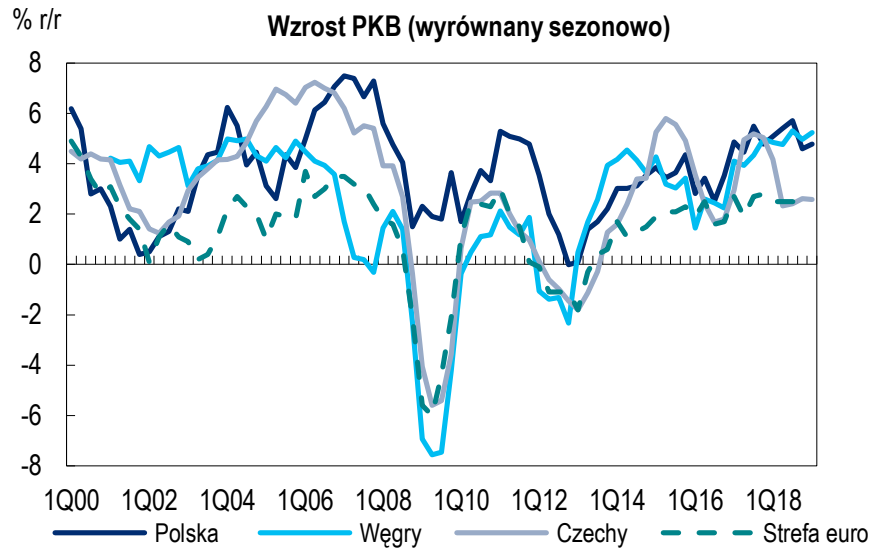
%

%

Nachylenie krzywej swap (10L-2L)



Długoterminowe wskaźniki makroekonomiczne



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2018							2019					
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	5,5	9,2	7,6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	1,4	4,1	-5,4	0,8	3,4	9,9	-3,7	-11,5	7,3	-1,5	9,8	-3,6	-0,1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	5,3	6,5	10,2	5,5	1,9	7,4	4,1	2,2	5,2	7,0	6,3	9,6	7,7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	20,6	24,8	18,6	20,1	16,5	22,5	17,1	12,3	3,2	15,1	10,8	17,4	9,7
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	6,1	8,2	7,1	6,7	3,6	7,8	6,9	3,9	5,2	5,6	1,8	11,9	5,6
Stopa bezrobocia (%)	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7
Ceny													
Inflacja (% r/r)	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4
Inflacja (% m/m)	0,2	0,1	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,0	0,0	-0,2	0,4	0,3	1,1	0,2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,5	2,6	1,4
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	1,3	0,3	0,1	0,0	0,5	0,5	-0,4	-1,0	0,2	0,5	0,1	0,4	0,2
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	5,7	7,1	7,7
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	236	192	-754	-1.005	-876	-482	-29	-1.248	1.825	-342	533	718	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0,2	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,4	-0,2	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-242	-369	-236	-542	-544	-467	10	-1220	-290	-367	589	279	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	17391	18360	17675	17432	17372	20686	20132	16008	18445	18324	19654	19440	-
Eksport (% r/r)	4,1	9,4	12,4	14,0	4,2	18,0	9,1	2,3	4,9	7,8	1,4	8,7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	17633	18729	17911	17974	17916	21153	20122	17228	18735	18691	19065	19161	-
Import (% r/r)	-832,0	-320,0	-810,0	-2070,0	-2967,0	-3436,0	-3560,0	-3454,0	-3867,0	-3442,0	-1984,0	-1232,0	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2018							2019					
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6,6	7,2	7,3	7,5	7,9	9,3	9,5	11,6	7,6	9,8	9,9	10,4	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	5,9	6,3	7,0	7,4	7,8	9,0	9,5	10,1	10,7	11,2	11,4	11,8	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	3,6	6,5	6,5	6,8	6,0	3,9	4,7	4,3	2,3	4,9	5,7	8,2	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	4,9	4,7	5,1	5,9	5,3	6,1	6,6	7,0	6,6	6,5	6,9	6,9	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	7,5	7,0	6,7	6,4	6,9	7,2	7,3	7,6	7,4	6,8	7,4	6,6	-
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)	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,36	1,39	1,38	1,35	1,31	1,27	1,11	0,90	1,37	1,48	1,57	1,61	1,54
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,58	1,63	1,64	1,57	1,58	1,56	1,54	1,35	1,49	1,75	1,69	1,69	1,67
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,45	2,54	2,54	2,52	2,55	2,47	2,48	2,29	2,15	2,33	2,20	2,35	2,11
EUR/PLN (koniec okresu)	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30	4,28	4,28
USD/PLN (koniec okresu)	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82	3,83
EUR/USD (koniec okresu)	1,17	1,17	1,17	1,16	1,16	1,13	1,13	1,15	1,14	1,14	1,12	1,12	1,12
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetow y skum. (mld PLN)	-9,6	-9,5	0,9	-1,1	-4,1	-6,5	-11,1	10,4	-6,6	0,8	4,5	0,1	2,2
Def. budżetow y skum. (% planu)	-23,1%	-23,0%	2,1%	-2,5%	-10,0%	-15,6%	-26,7%	25,1%	-23,1%	2,8%	15,7%	0,3%	7,6%

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/3)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	478	472	528	586	596	681
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	15.554	17.776
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	4,7	3,7
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	10,1	6,5
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,1	4,5	4,8	4,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,8	4,2
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	5,8	6,5
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	6,5	7,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,8	2,4
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,2	2,7
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	7,0	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,47	7,58	7,44	4,91	3,39	7,01	7,90	7,00
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	2,80	3,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,74	3,74
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,61	3,61
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,29	4,29

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/3)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-4,0	-6,6	-10,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-1,1	-1,5
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	-11,1	-16,9
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	266,6	302,9
Import	198,5	215,0	188,6	193,1	226,6	260,1	277,6	319,8
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	29,1	33,7
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-21,1	-22,6	-23,0	-25,5
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	-0,4	-0,4	-0,4
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,1	0,1	1,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	45,2	43,0

Prognozy długoterminowe

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	4,7	3,7	3,3	3,2	3,1
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,2	2,7	2,3	2,3	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,7	-1,1	-1,5	-1,6	-1,2	-0,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,74	3,74	3,74	3,74	3,74	3,74
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,61	3,61	3,61	3,61	3,61
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,26	4,26	4,26	4,26

Prognozy dla gospodarki polskiej (3/3)

Wybrane prognozy kwartalne

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Wzrost PKB (r/r, realnie)	4,6	4,6	4,8	4,2	3,9	3,6	3,4	3,4	3,3	3,3	3,2	3,4	3,3	3,3	3,2
Konsumpcja indywidualna (r/r, realnie)	4,6	5,2	5,6	5,1	4,5	3,9	3,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Inwestycje (r/r, realnie)	10,2	9,2	9,5	7,6	7,2	6,5	5,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja CPI (r/r)	2,4	2,5	2,6	3,3	2,7	2,5	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Bezrobocie rejestrowane	5,2	5,1	5,3	5,7	5,2	5,1	5,3	6	5,6	5,4	5,6	6,4	5,7	5,5	5,8
Bezrobocie wg BAEL	3,3	3,2	3,4	3,8	3,3	3,2	3,4	4,1	3,7	3,5	3,7	4,5	3,8	3,6	3,9
Wynagrodzenie (gospodarka narodowa)	6,9	7,2	6,9	6,7	6,6	6,3	6,2	5,8	5,5	5,3	5,3	5,5	5,5	5,5	5,5
Stopa referencyjna NBP (koniec okresu)	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	1,50	1,50
WIBOR3M (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	1,72	1,72	1,72
EUR/PLN (koniec okresu)	4,27	4,26	4,24	4,23	4,22	4,22	4,21	4,21	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
USD/PLN (koniec okresu)	3,81	3,77	3,69	3,65	3,55	3,46	3,37	3,29	3,23	3,21	3,21	3,18	3,16	3,13	3,11



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 nr. KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.