

CitiMonthly

Czekając na nowy impuls

Piotr Kalisz, CFA,
Cezary Chrapek, CFA
Lipiec 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 (®) at the end.

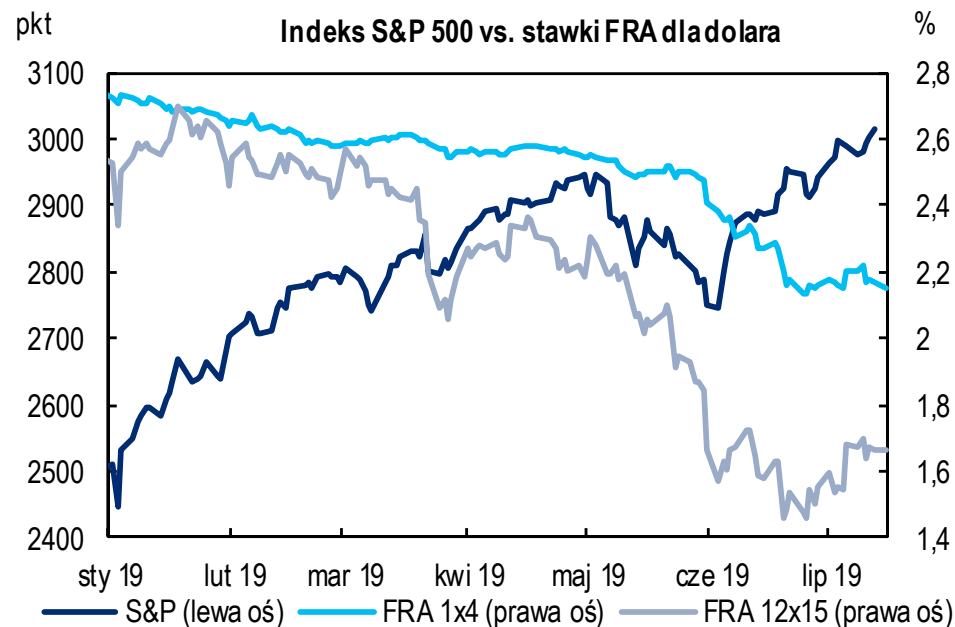
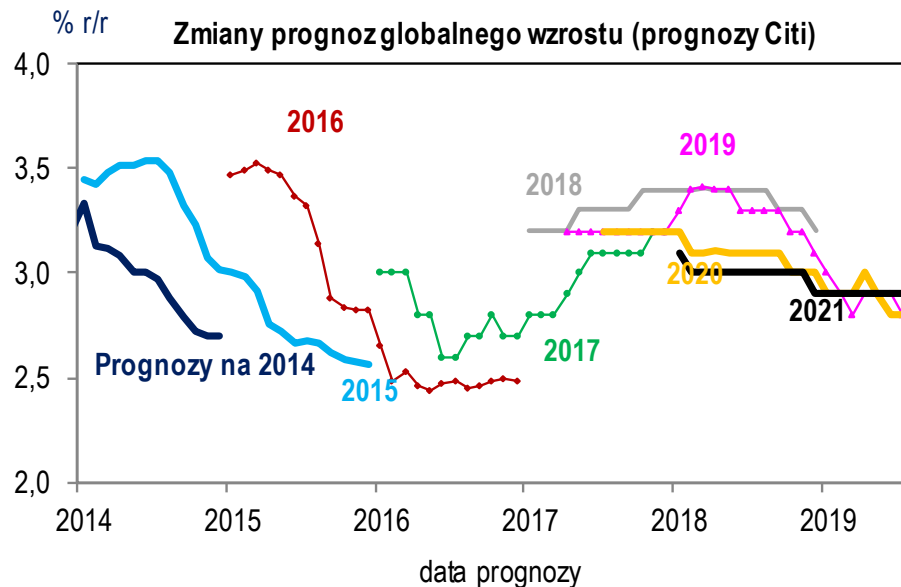
Czekając na nowy impuls

- Publikowane w lipcu dane pokazały - po raz pierwszy w tym roku - oznaki osłabienia aktywności gospodarczej. Dane za cały II kwartał wciąż jednak wskazują na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, sięgającego około 4,5%.
- W II połowie roku gospodarka otrzyma nowy impuls wzrostowy związany z wypłatą transferów z programu 500+ oraz z wypłaconymi w maju/czerwcu „trzynastkami” dla emerytów. Z tego względu oczekujemy wzrostu PKB o ponad 4,5% w II połowie roku.
- Rynek pracy najprawdopodobniej ma za sobą okres najszybszego wzrostu wynagrodzeń. Presja na wzrost cen szybko nie zniknie, ale nie powinna już się nasilać,
- Po raz pierwszy od listopada 2012 r. wskaźnik inflacji przekroczył poziom celu NBP i spodziewamy się, że na początku przyszłego roku CPI może nawet przekroczyć 3,5%. Z czasem, z powodu spowolnienia gospodarczego na świecie, presja cenowa będzie się zmniejszać.
- Fed i EBC przygotowują się do rozluźnienia polityki pieniężnej. Tymczasem w kraju kilku przedstawicieli RPP wspomina o możliwości złożenia wniosku o podwyżkę stóp procentowych. Naszym zdaniem taki wniosek, nawet jeżeli zostanie złożony, nie uzyska wymaganej większości głosów.
- Oczekujemy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian zarówno w 2019, jak i 2020 r.

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	2,8	2,8	2,7	2,5	2,5	2,68	2,85	2,59	0,3	0,1	-0,1	-2,5	-2,9	-2,9	84	86	86
Kraje rozwinięte	2,2	1,8	1,5	1,9	1,4	1,6	0,95	1,17	1,02	0,0	-0,2	-0,3	-2,5	-2,9	-2,9	107	110	110
USA	2,9	2,6	2,0	2,0	1,7	1,9	1,90	2,33	2,00	-2,4	-2,5	-2,6	-4,3	-4,7	-4,9	106	107	108
Japonia	0,8	0,8	0,1	1,0	0,5	0,6	-0,10	-0,10	-0,08	3,6	2,7	3,0	-4,1	-4,3	-3,9	240	241	241
strefa euro	1,8	1,0	1,2	1,8	1,3	1,4	0,00	0,00	0,00	2,9	2,9	2,7	-0,5	-1,1	-1,1	85	86	85
Niemcy	1,5	0,5	1,0	1,9	1,4	1,3				7,5	7,4	7,2	1,7	0,8	0,2	61	58	56
Francja	1,7	1,4	1,7	2,1	1,3	1,7				-0,6	-0,5	-0,4	-2,5	-3,2	-2,3	98	99	98
Włochy	0,7	-0,1	0,3	1,2	0,7	1,0				2,5	2,5	2,4	-2,1	-2,5	-2,7	132	134	135
Hiszpania	2,6	2,4	1,8	1,7	0,9	1,0				0,7	0,9	1,1	-2,5	-2,1	-1,9	97	95	94
Szwecja	2,5	1,8	1,7	2,1	1,7	1,8	-0,50	-0,26	-0,02	1,7	3,6	4,0	0,9	0,3	0,2	39	38	37
Szwajcaria	2,6	1,1	1,3	0,9	0,5	0,5	-0,75	-0,75	-0,75	10,2	9,5	8,7	1,3	0,9	0,6	28	27	26
Wielka Brytania	1,4	1,4	1,1	2,5	1,9	1,9	0,60	0,75	0,92	-3,9	-5,7	-5,7	-1,5	-1,6	-1,6	87	86	85
Kraje rozwijające się	4,5	4,2	4,5	3,8	3,8	3,6	5,02	5,07	4,65	0,8	0,4	0,2	-2,5	-2,9	-2,9	54	55	56
Chiny	6,6	6,3	6,0	2,1	2,4	2,0	3,40	3,25	3,10	0,4	0,2	-0,1	-2,6	-2,8	-2,8	69	72	72
Indie	6,8	7,0	7,4	3,4	3,6	4,2	6,33	5,63	5,50	-2,1	-2,0	-1,1	-6,3	-6,1	-6,0	71	70	67
Indonezja	5,2	5,0	4,9	3,2	3,3	3,9	5,10	5,69	5,00	-3,0	-2,6	-2,3	-1,8	-2,0	-1,8	0		
Korea Płd.	2,7	1,8	2,2	1,5	0,8	1,3	1,38	1,63	1,38	4,6	3,5	3,4	1,6	0,2	-1,6	35	37	40
Czechy	3,0	2,4	2,4	2,1	2,6	1,8	1,06	1,92	2,00	0,4	-0,3	-0,2	0,9	0,2	0,3	33	31	29
Węgry	4,9	4,1	3,0	2,8	3,4	3,1	0,90	0,90	0,90	0,4	0,2	0,6	-2,2	-1,8	-1,0	71	68	65
Polska	5,1	4,7	3,7	1,6	2,3	2,8	1,50	1,50	1,50	-0,6	-0,3	-0,5	-0,4	-1,2	-0,1	47	45	43
Rumunia	4,1	4,0	3,3	4,6	4,1	3,6	2,44	2,50	2,50	-4,5	-5,1	-4,8	-2,9	-3,5	-4,2			
Rosja	2,3	1,5	2,5	2,9	4,9	4,1	7,42	7,52	6,85	7,0	5,4	4,0	2,7	1,9	1,1	17	18	18
Turcja	2,6	-2,7	1,6	16,3	16,5	18,0	17,74	22,47	20,50	-3,5	-0,7	-2,2	-2,0	-3,7	-4,0	30	36	38
RPA	0,8	0,5	0,9	4,5	4,5	4,7	6,59	6,63	6,08	-3,5	-2,7	-2,9	-4,4	-5,8	-6,0	57	62	63
Brazylia	1,1	0,7	1,8	3,7	3,8	3,9	6,56	6,21	5,50	-0,8	-1,0	-1,2	-7,1	-4,8	-5,1	77	78	79
Meksyk	2,0	0,2	1,2	4,9	3,9	3,7	7,7	8,1	7,6	-1,8	-1,3	-1,4	-2,3	-2,7	-3,1	53,1	54,4	55,4

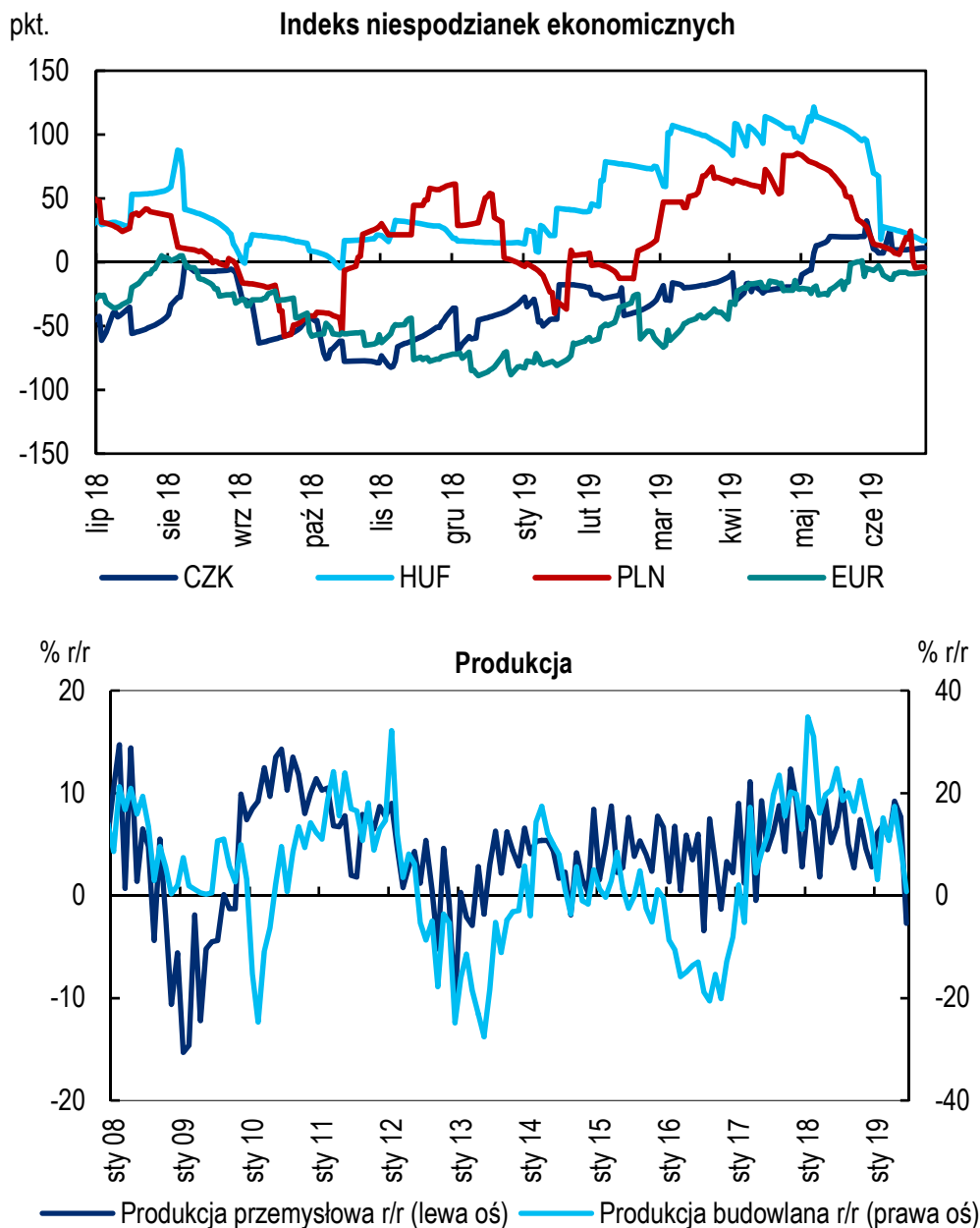
Perspektywy globalne



Łagodne banki centralne

- Główne banki centralne stopniowo zmieniają swoje nastawienie na bardziej gołębie. Mimo to komentarze ze strony Fed ograniczyły dotychczasowe oczekiwania na obniżkę stóp procentowych w lipcu o 50 pb. Rynki wyceniają wciąż trzy obniżki stóp przez Fed w tym roku, podczas gdy nasz bazowy scenariusz zakłada dwie obniżki (o 25 pb w lipcu oraz 25 pb we wrześniu).
- Z kolei w strefie euro oczekujemy obniżki stopy depozytowej o 10 pb oraz ogłoszenia przez EBC programu skupu aktywów (najprawdopodobniej we wrześniu br.).
- Banki centralne stoją przed dylematem czy i w jakiej skali łagodzić politykę pieniężną. Z jednej strony takie działania obniżają koszt finansowania rządów i stwarzając im możliwość stymulacji fiskalnej gospodarek. Z drugiej strony obecnie polityka pieniężna jest wciąż łagodna, więc dalsze jej rozluźnianie może rodzić ryzyko powstania nierównowag na rynkach finansowych.
- Głównym czynnikiem ciężącym na perspektywach globalnego wzrostu pozostaje konflikt handlowy USA-Chiny. Dane o popycie wewnętrznym w USA są dosyć dobre, co kontrastuje ze słabymi wynikami handlu zagranicznego. W Chinach wskaźniki makroekonomiczne sugerują szansę na poprawę, która może być wsparta przez politykę gospodarczą chińskich władz.

Seria rozczarowań



Spadki w przemyśle...

- Najnowsze dane wskazują na wyraźne osłabienie aktywności gospodarczej w czerwcu. Przyczyniły się do tego różnice w liczbie dni roboczych – tegoroczny czerwiec miał dwa dni robocze mniej niż czerwiec 2018 r., a efekt ten został dodatkowo wzmocniony przez długi weekend w okolicach Bożego Ciała.
- Spośród wskaźników miesięcznych największym rozczarowaniem okazał się spadek produkcji przemysłowej o 2,7% r/r, po wzroście o 7,7% w maju.
- Słabość czerwcowych danych zapewne przerysowuje skalę spowolnienia w przemyśle. Niemniej dane z ostatnich kilku miesięcy wskazują na wyhamowanie aktywności w II kwartale, po wcześniejszym zaskakująco mocnym początku roku. Wydaje się, że trendy w polskim przemyśle powoli zbiegają do trendów w Niemczech. W tym kontekście bardzo interesujące będą dane za lipiec, które pozwolą ocenić, głębokość dołka w dynamice produkcji.

... i w budownictwie

- Produkcja budowlano-montażowa spadła w czerwcu o 0,7% r/r. Po wyeliminowaniu różnic w czasie pracy między czerwcem 2019 i 2018 r. produkcja budowlana zwiększyła się o 4,7% r/r. Nie wykluczone, że słabość danych to częściowo efekt wyjątkowo wysokich temperatur w minionym miesiącu.

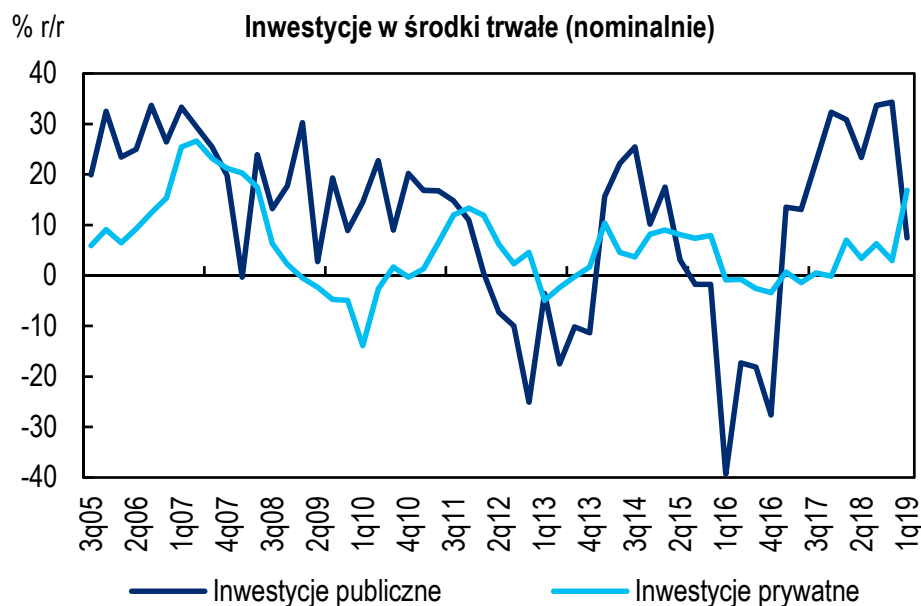
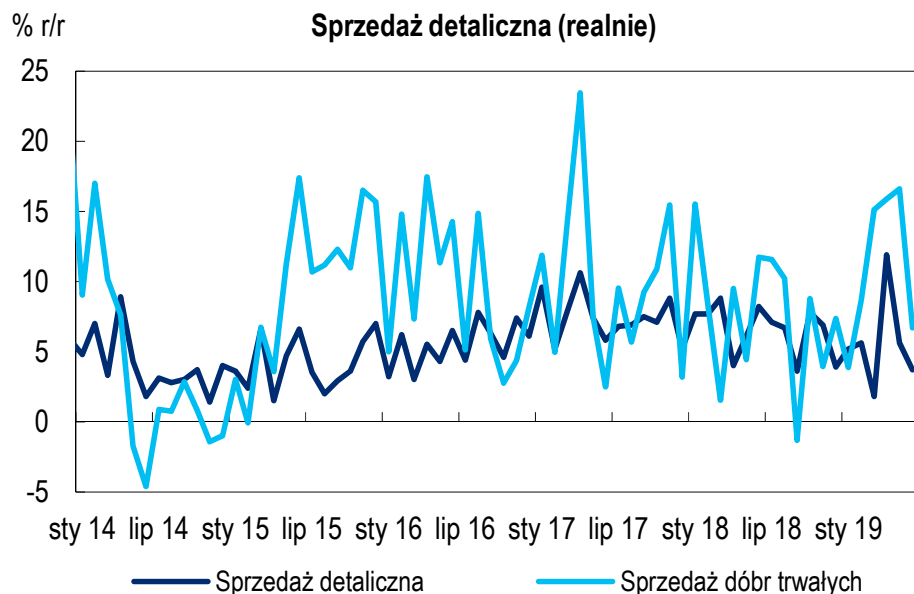
Konsumpcja rośnie, w prywatnych inwestycjach drgnęło

Ponad 7% wzrostu w II kwartale

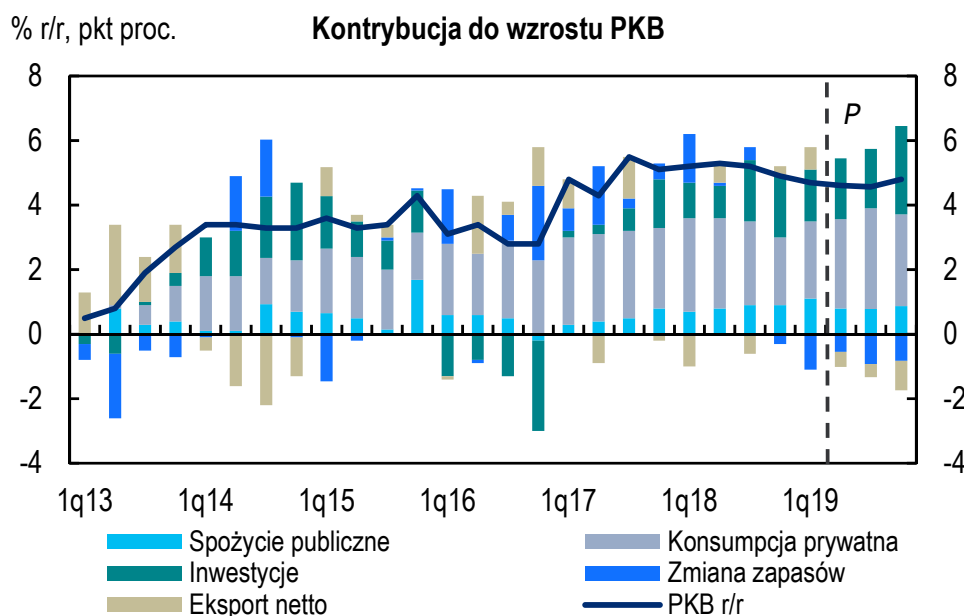
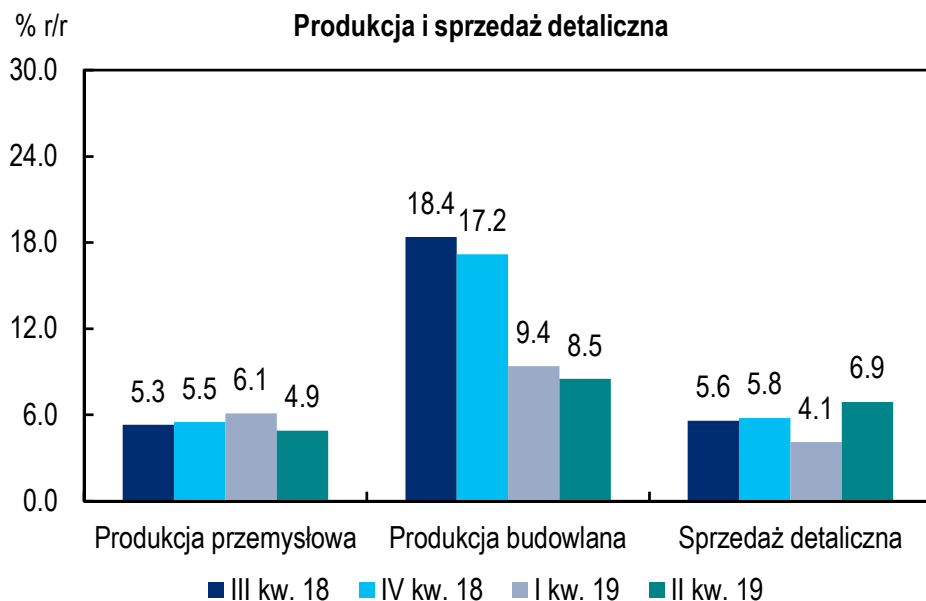
- Osłabienie dynamiki nie ominęło sprzedaży detalicznej, choć w tym przypadku skala spowolnienia była zbliżona do oczekiwań.
- Sprzedaż w czerwcu wzrosła bowiem o 3,7% r/r, wobec 5,6% w maju. Spowolnienie dotyczyło wielu kategorii, co sugeruje, że wynikało ono ze wspólnego czynnika – najprawdopodobniej z mniejszej liczby dni roboczych. Według naszych szacunków sprzedaż towarów trwałego użytku wzrosła o 6,7% r/r (wobec 16,6% w maju).
- Dane wyglądają lepiej gdy przyjmiemy perspektywę kwartalną, a nie miesięczną. Dzięki bardzo dobrym odczytom za kwiecień i maj wzrost sprzedaży w całym kwartale wyniósł przeciętnie 6,9% r/r i był wyraźnie wyższy niż 4,1% w I kwartale.

Inwestycje prywatne pokazują oznaki życia

- Dane za I kwartał pokazują również, że w końcu odnotowano znaczne przyspieszenie dynamiki inwestycji prywatnych – nominalnie do 16,9% r/r, wobec 2,9% w IV kw. Z kolei publiczne inwestycje wzrosły o 7,4% r/r, znacznie spowalniając z 34,4% w poprzednim kwartale.



Wzrost PKB



II kwartał w pobliżu 4,5%

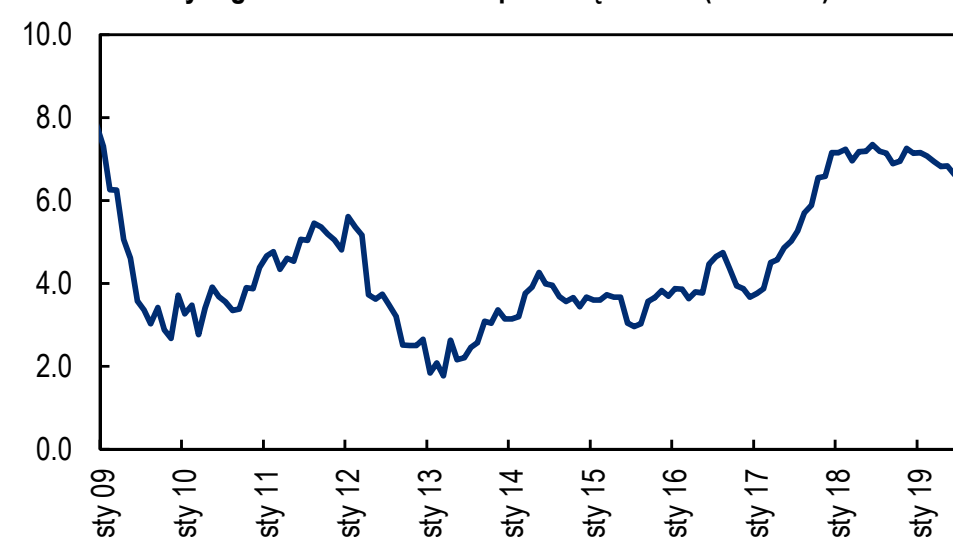
- Pomimo osłabienia w produkcji, wzrost gospodarczy w całym II kwartale wcale nie musi być słaby. Nasze szacunki sugerują, że spowolnienie w przemyśle jest z nawiązką kompensowane przez silniejszy wzrost sprzedaży.
- Biorąc to pod uwagę wzrost PKB w II kwartale może wynieść 4,5-4,6% r/r, wobec 4,7% w I kw.

Pozytywny impuls w II połowie roku

- Gdyby pozostawić gospodarkę samą sobie, spowolnienie w II połowie roku byłoby głębokie (o czym świadczą oznaki osłabienia w przemyśle oraz lekkiego wyhamowania na rynku pracy). Niemniej, gospodarka nie jest pozostawiona sobie - silny impuls związany z wypłatą 500+ oraz „trzynastki” dla emerytów (w sumie prawie 1% PKB) powinien podtrzymać dynamikę PKB na wysokim poziomie.
- Dlatego oczekujemy, że w drugiej połowie roku wzrost gospodarczy wyniesie około 4,7%. Oznacza to, że zwiększone transfery zadziałają antycyklicznie i wygładzą ścieżkę wzrostu gospodarczego.
- W dłuższym okresie czynniki krajowe będą miały coraz mniejsze znaczenie, a coraz istotniejszą rolę będą odgrywać trendy światowe. Z tego powodu oczekujemy obniżenia wzrostu PKB w kraju poniżej 4% w 2020 r.

Rynek pracy

Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (3MMA r/r)

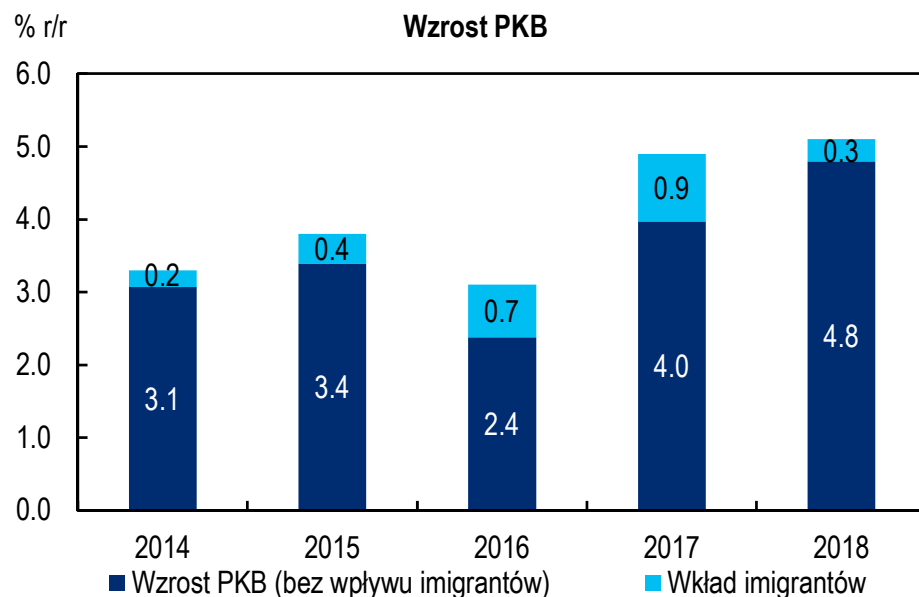
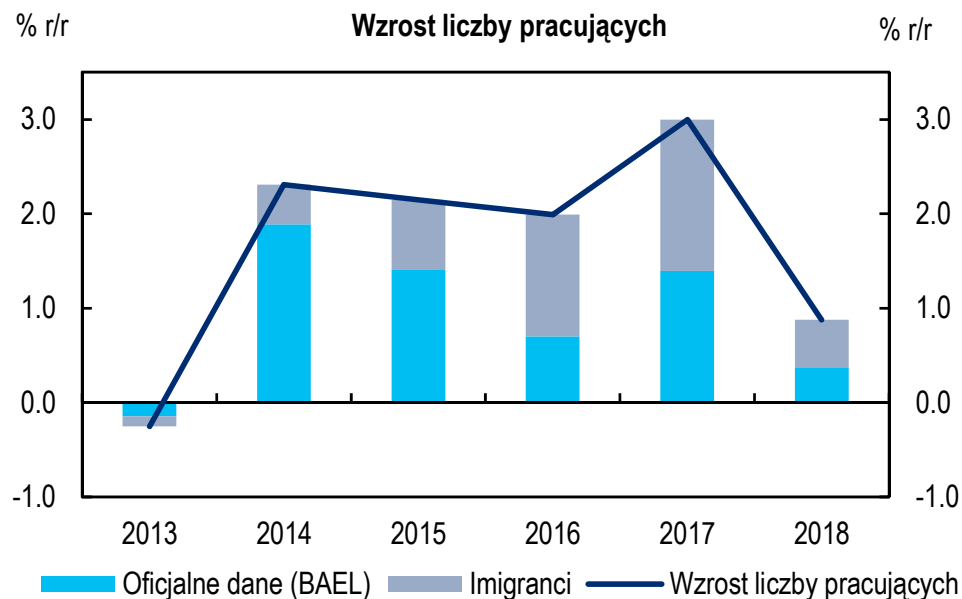


Górka na rynku pracy

- Przeciętne płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły w czerwcu o 5,3% r/r, po 7,7% wzroście w maju. Podobnie jak w przypadku produkcji i sprzedaży ten słaby wynik można wiązać z efektami kalendarzowymi.
- Po wyeliminowaniu wpływu tych czynników, wynagrodzenia wydają się wciąż rosnać w szybkim, choć powoli obniżającym się tempie. Szczyt góry na rynku pracy mamy najprawdopodobniej za sobą.
- Trudności ze znalezieniem pracowników powinny sprzyjać utrzymaniu się żądań płacowych. Niemniej, presja na wzrost wynagrodzeń już się nie nasila. Dane z ankiety NBP wskazują, że obniżył się udział firm zgłaszających nasilenie nacisków na wzrost wynagrodzeń, a wzrósł odsetek firm deklarujących, że presja płacowa istnieje, ale się nie nasila.
- Według NBP poziom presji płacowej jest obecnie o około 10 punktów proc. wyższy od pięcioletniej średniej.
- Nasze szacunki sugerują, że pomimo wyhamowania wzrostu gospodarczego płace nominalne w 2019 roku będą wciąż rosły w tempie około 7% r/r.



Migracje



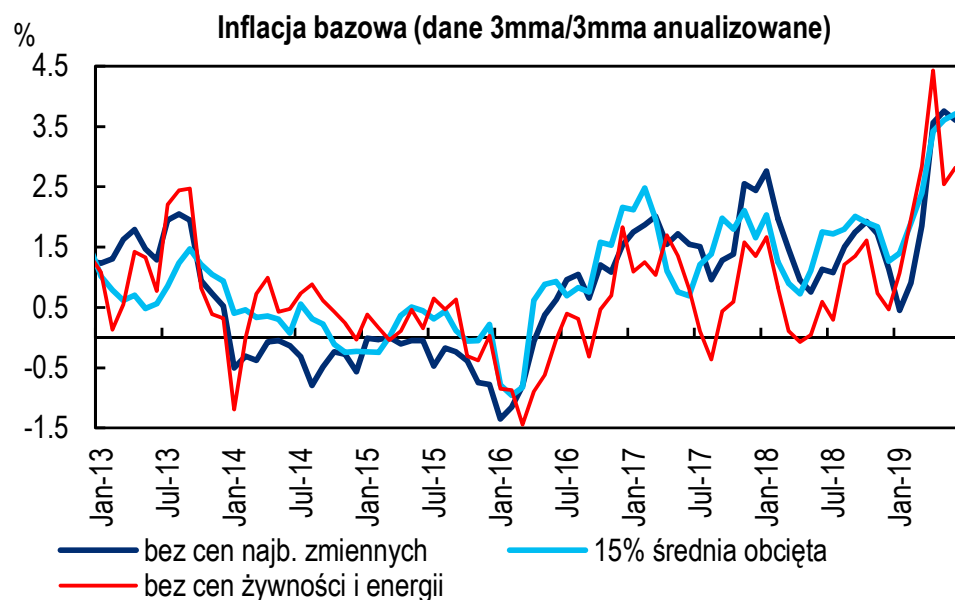
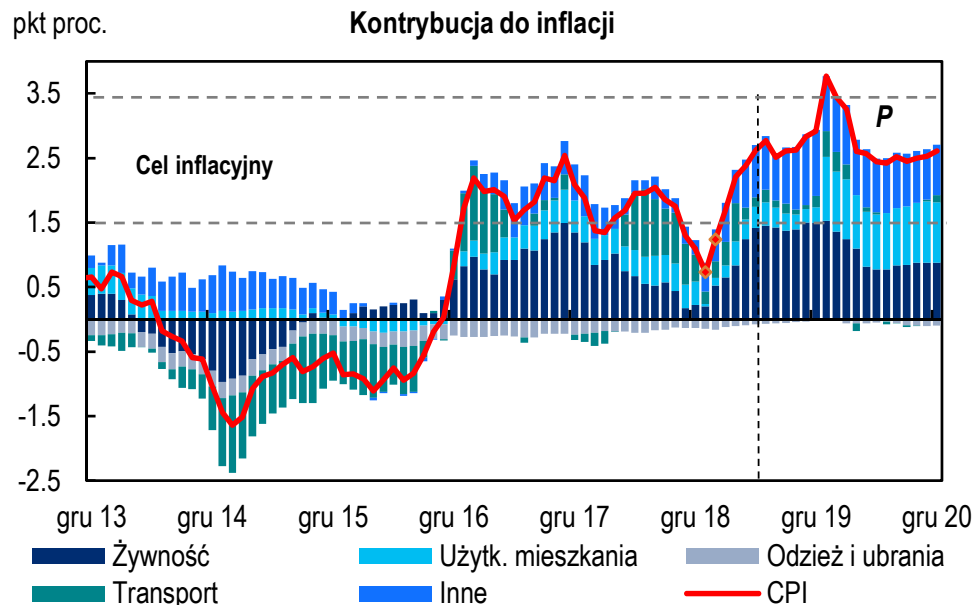
Imigracja napędza PKB

- Dzięki obecności imigrantów spoza UE podaż pracy jest o około 5,2% wyższa niż sugerują dane BAEL. Ponadto, wzrost liczby pracujących w ostatnich pięciu latach był w rzeczywistości średniorocznie wyższy o ok. 0,9 punktu proc., a wzrost wydajności odpowiednio niższy od wcześniej szacowanego.
- Tym samym „cudowne” wzrosty wydajności pracy w Polsce stają się mniej zaskakujące – są one po prostu efektem nie uwzględniania w obliczeniach wszystkich pracujących.
- Według naszych szacunków wkład imigrantów do wzrostu PKB wynosił średniorocznie 0,5 pkt. proc. w ciągu ostatnich pięciu lat, a szczególnie wysoki był w latach 2016-2017.

Pozytywny impuls w II połowie roku

- Strumień imigracji zaczął już słabnąć. Biorąc to pod uwagę, a także większe otwarcie Niemiec na nowych migrantów, w kolejnych latach można spodziewać się spadku liczby zagranicznych pracowników w Polsce.
- Niemniej naszym zdaniem odpływ ten będzie umiarkowany – ryzyko gwałtownego odpływu imigrantów oceniamy jako niskie. Spodziewamy się spadku liczby pracowników spoza UE o około 5-10% w 2020 roku.

Inflacja lekko powyżej celu



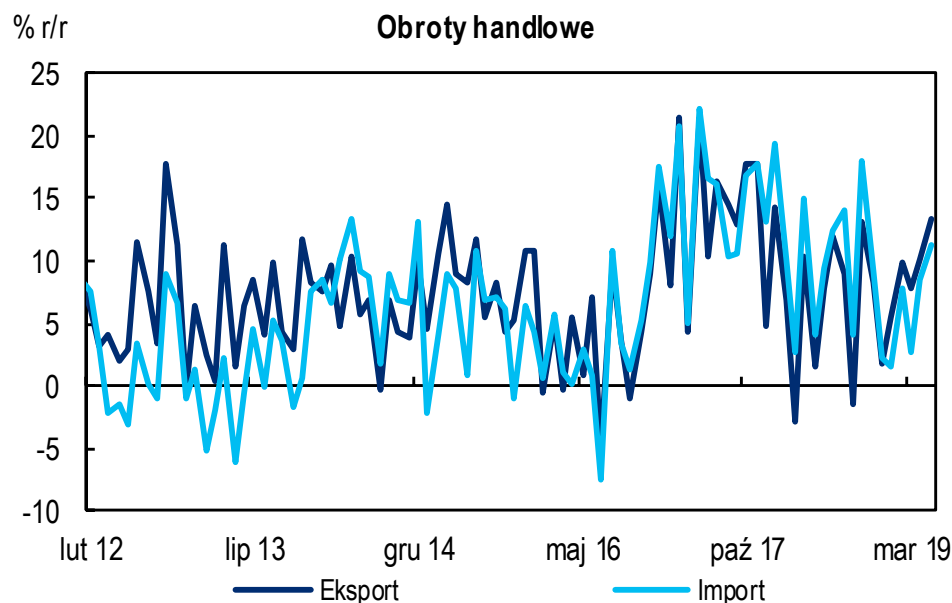
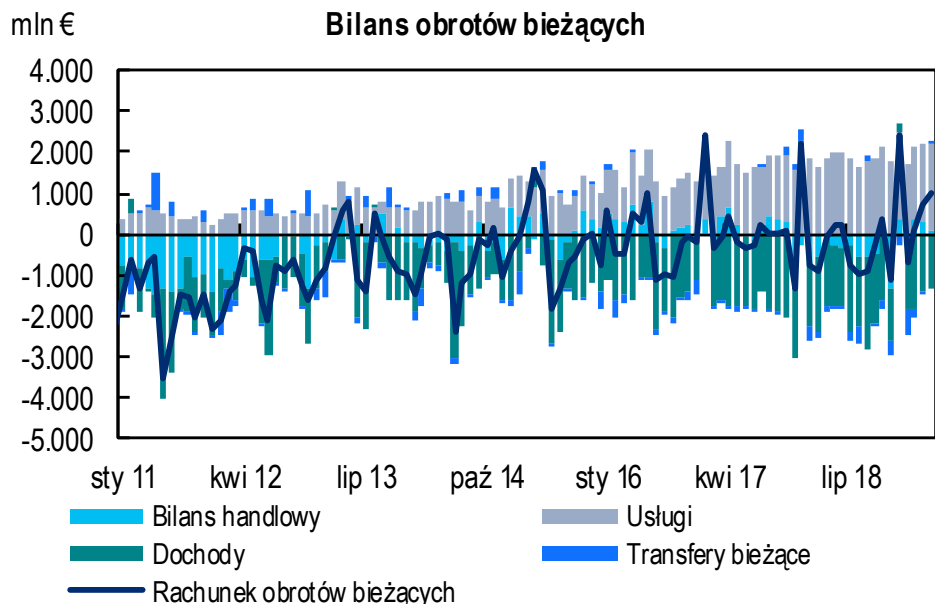
CPI rośnie

- Inflacja w czerwcu wzrosła do 2,6%, przekraczając poziom celu NBP po raz pierwszy od końca 2012 r.
- Do wzrostu przyczyniła się zarówno wyższa dynamika cen żywności (a więc czynnik o charakterze przejściowym), a także wzrosty cen usług (czynnik bardziej trwały).
- Inflacja bazowa obliczana po wyeliminowaniu wpływu cen żywności oraz energii wzrosła do 1,9% (a konkretnie do 1,94%). Jeszcze ciekawiej wygląda „momentum” inflacji bazowej, które w ostatnich miesiącach wzrosło gwałtownie (wykres obok).
- Oczekujemy, że pod koniec roku inflacja zbliży się do 3% a na początku 2020 roku może nawet przekroczyć 3,5%. Począwszy od II kw. 2020 roku jednak indeks CPI powinien się zacząć obniżać.

Stopy procentowe bez zmian

- Rosnąca inflacja sprawia, że „jastrzębie” w RPP coraz chętniej mówią o podwyżkach stóp procentowych. Mimo to wniosek o podwyżkę nie ma dużych szans na zdobycie większości głosów i dlatego oczekujemy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian (nawet do 2022 r.). Przeciw podwyżkom przemawia też zwrot EBC oraz Fed w kierunku luzowania polityki pieniężnej.

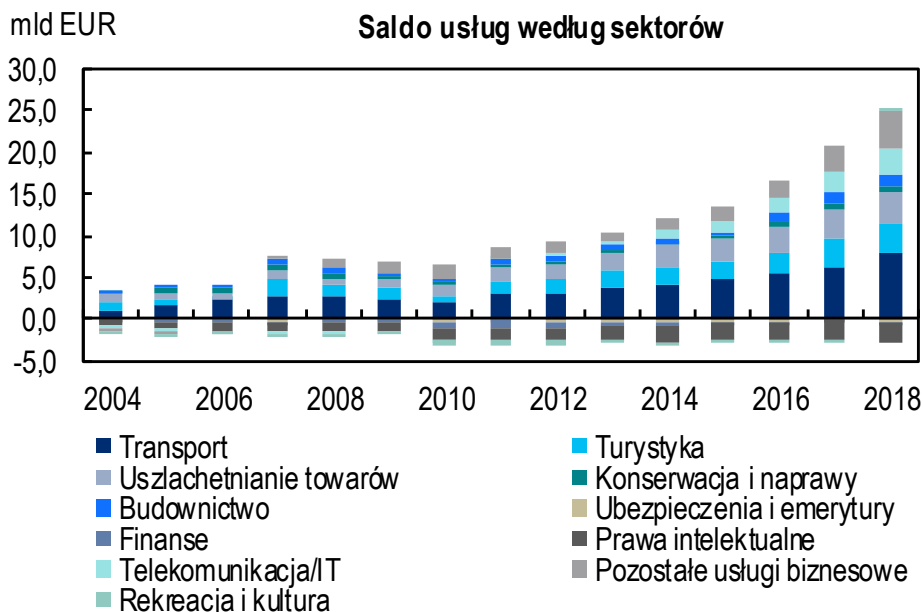
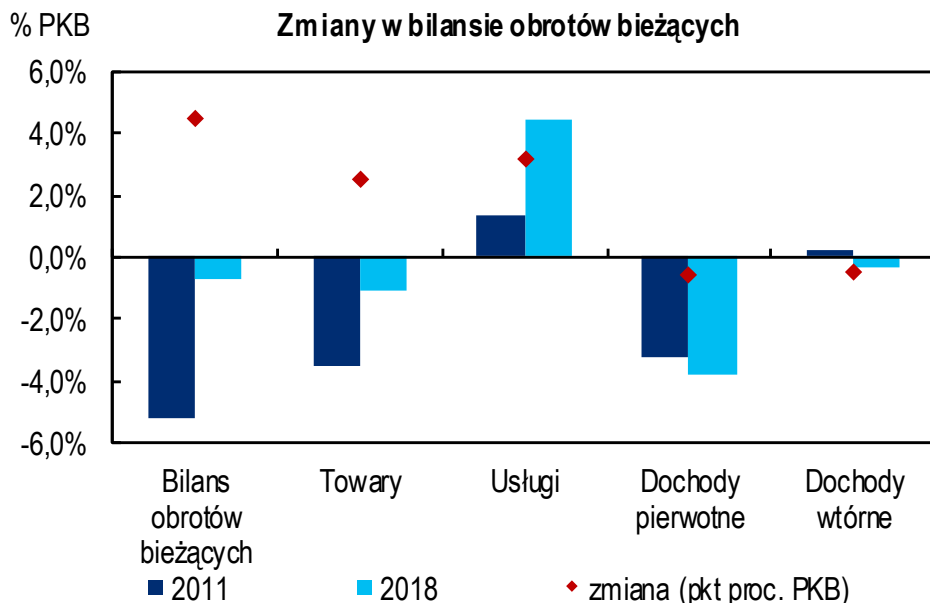
Równowaga zewnętrzna (1/3)



Dobra sytuacja w obrotach bieżących

- Maj był trzecim miesiącem z rzędu pozytywnej niespodzianki w bilansie obrotów bieżących.
- Nadwyżka w obrotach bieżących wzrosła do ponad 1 mld EUR przede wszystkim za sprawą znacznie lepszego niż oczekiwano wyniku w bilansie handlowym, przy nieco większym ożywieniu eksportu niż importu. Jednocześnie, podobnie jak w poprzednich miesiącach, poprawie uległo saldo usług, a większy napływ środków unijnych poprawił saldo dochodów pierwotnych. Skumulowane za 12 miesięcy saldo obrotów bieżących poprawiło się do 0% PKB z -0,6% na koniec 2018 r.
- W kolejnych kwartałach import powinien wyraźnie przyspieszyć za sprawą przyspieszenia konsumpcji oraz wzrostu cen ropy, ale deficyt handlowy za cały rok może być znacznie niższy niż oczekiwaliśmy na początku roku. Niemniej spodziewane pogorszenie w handlu powinno doprowadzić do rozszerzenia deficytu obrotów bieżących z obecnego poziomu do ok. -0,3%

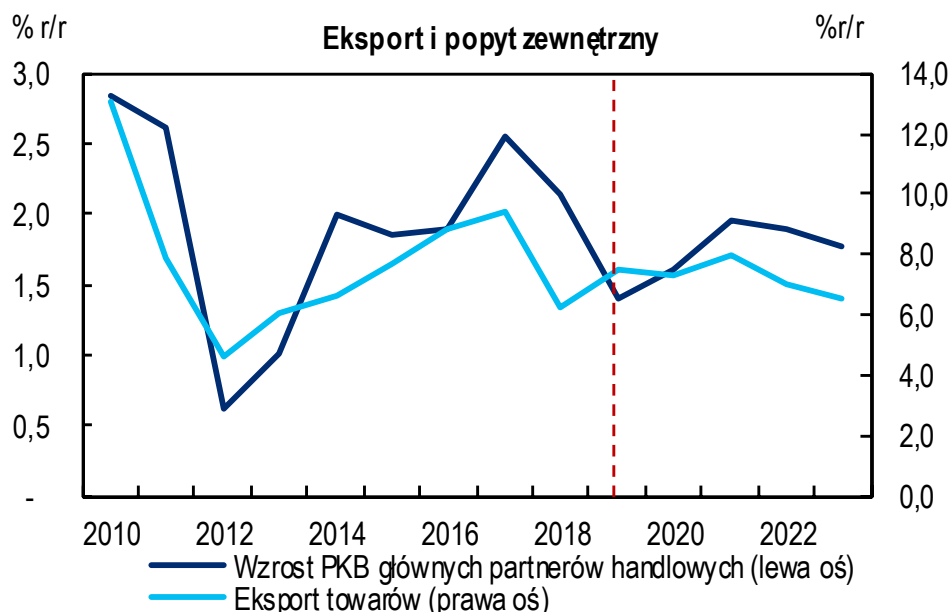
Równowaga zewnętrzną (2/3)



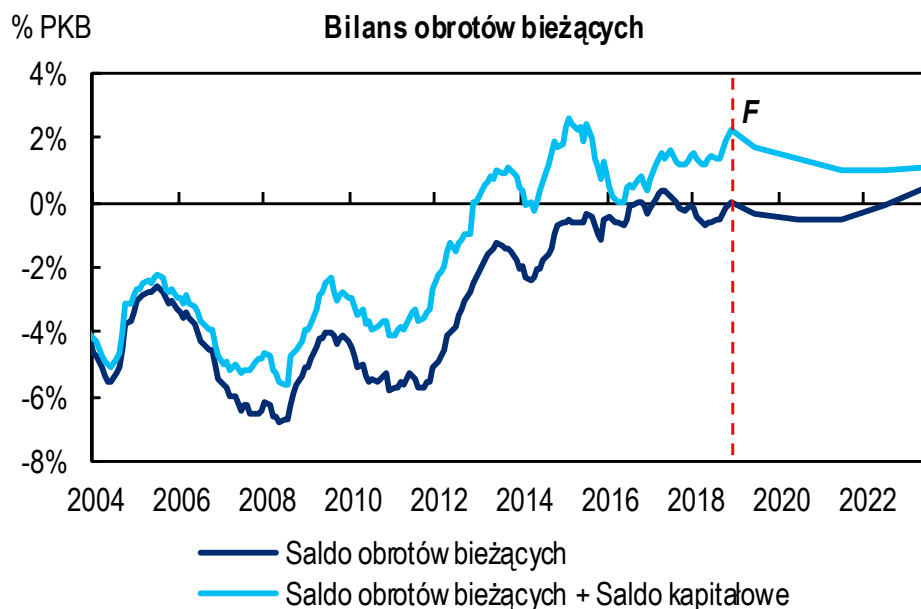
Mocne saldo usług

- W ciągu ostatnich kilku lat bilans obrotów bieżących zanotował wyraźną poprawę. Największa zmiana miała miejsce w usługach, odzwierciedlając rozwój polskiej branży transportowej oraz centrów usług.
- Oczekujemy, że nadwyżka w usługach pozostanie wysoka w najbliższych latach przy utrzymaniu wysokiej atrakcyjności Polski jako miejsca lokowania inwestycji zagranicznych w usługach. Największe ryzyko jest związane z wprowadzeniem dyrektywy unijnej dotyczącej pracowników delegowanych. Jej wprowadzenie może negatywnie wpłynąć na eksport usług transportowych i pogorszyć saldo obrotów bieżących nawet do 0,5 pkt. proc. PKB (nowe przepisy mają obowiązywać od połowy 2020 r.).
- Spodziewamy się, że deficyt obrotów bieżących może wzrosnąć do 0,5% PKB w 2020 r. w związku z niższą nadwyżką w usługach, ale w kolejnych latach bilans obrotów bieżących może zacząć ponownie się poprawiać, ostatecznie osiągając nadwyżkę.

Równowaga zewnętrzna (3/3)



* Wzrost PKB ważony udziałem w wymianie handlowej 32 głównych partnerów handlowych



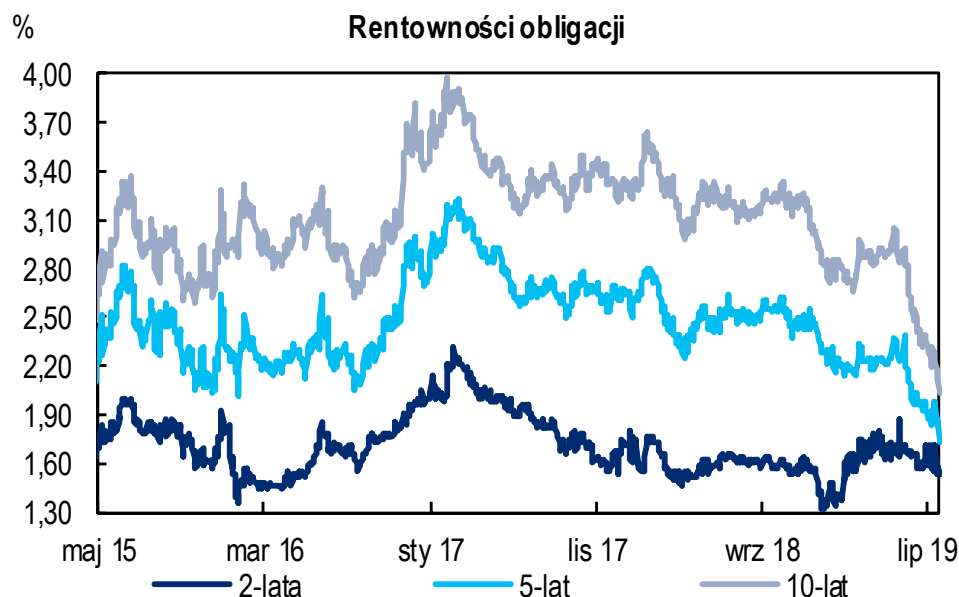
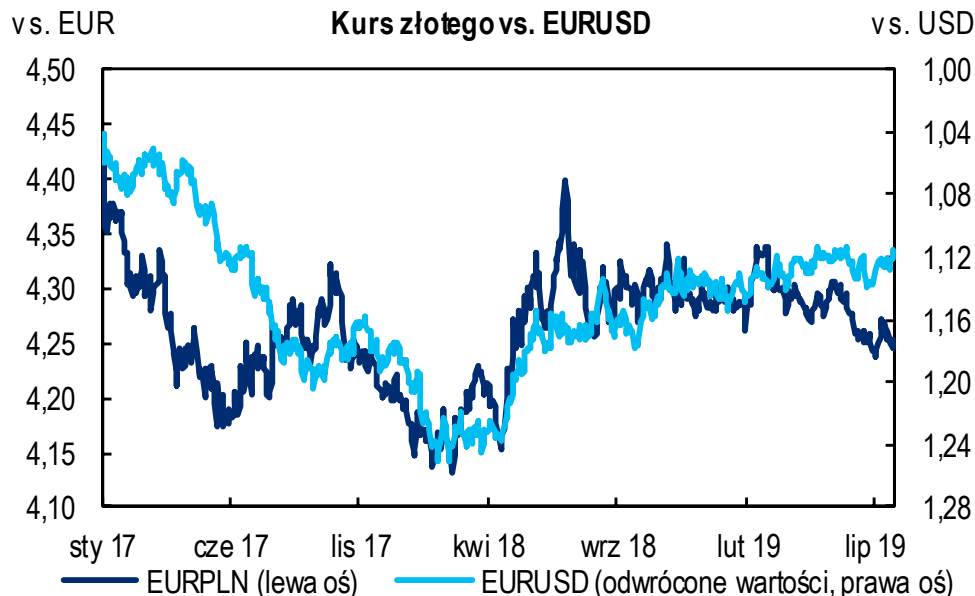
Dobre wyniki w handlu

- Mimo imponującej poprawy na rachunku usług, eksport towarów jest wciąż 3,5 razy większy od eksportu usług. To z kolei pokazuje, że zmiany na rachunku towarów mogą potencjalnie mieć większe znaczenie dla bilansu obrotów bieżących niż jego inne składowe.
- W kolejnych latach eksport może być wspierany przez ożywienie u głównych partnerów handlowych, napływ proeksportowych FDI i dalszy wzrost udziału Polski w imporcie strefy euro przy dosyć słabym złotym. Import może być ograniczany przez spowolnienie popytu krajowego i spadek cen ropy.

Niewielki wzrost deficytu dochodów

- Sądzymy, że w kolejnych kwartałach deficyt dochodów pierwotnych może nieznacznie się obniżyć za sprawą potencjalnego odpływu imigrantów i ograniczenia emigracji oraz umiarkowanego wzrostu zysków firm. Zmiany w dochodach pierwotnych i wtórnych mogą się równoważyć
- Niemal zrównoważony bilans CA oraz napływy środków unijnych na rachunek kapitałowy mogą przełożyć się na utrzymanie skumulowanego salda obrotów bieżących i salda kapitałowego w pobliżu 1-2% PKB w najbliższych latach. W dłuższym terminie takie tendencje mogą wspierać redukcję długu zewnętrznego i pozytywne decyzje ratingowe.

Rynek walutowy i obligacji



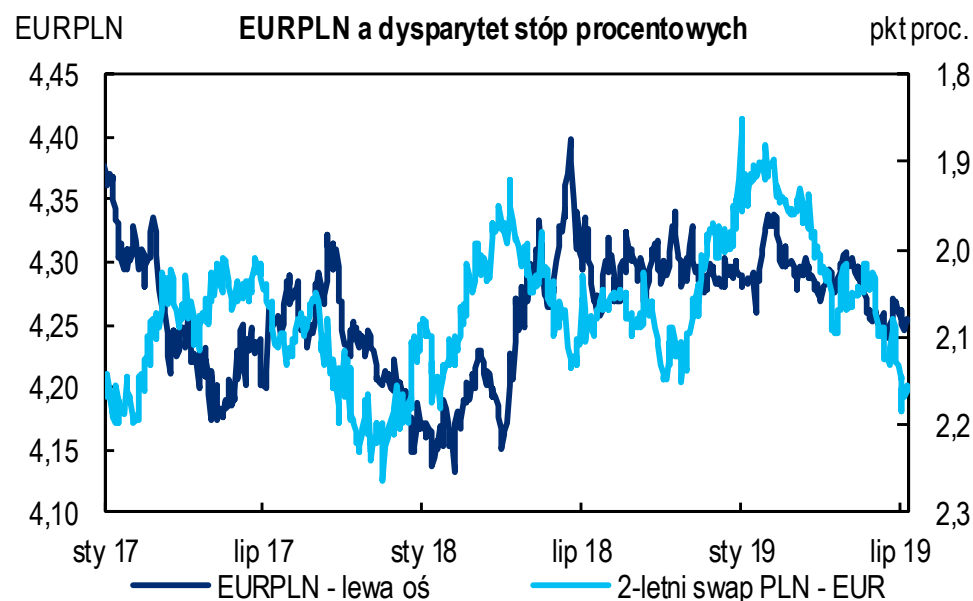
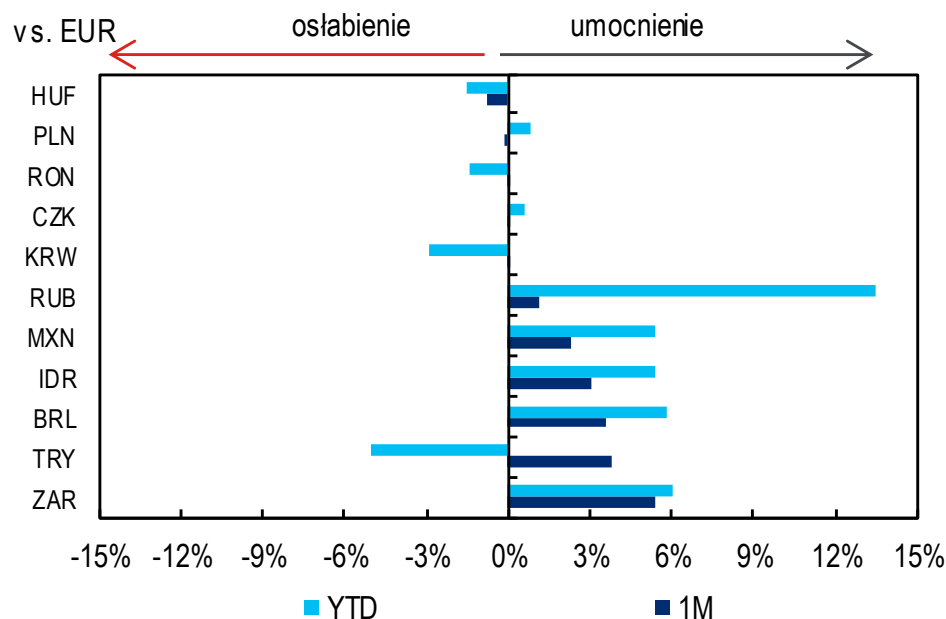
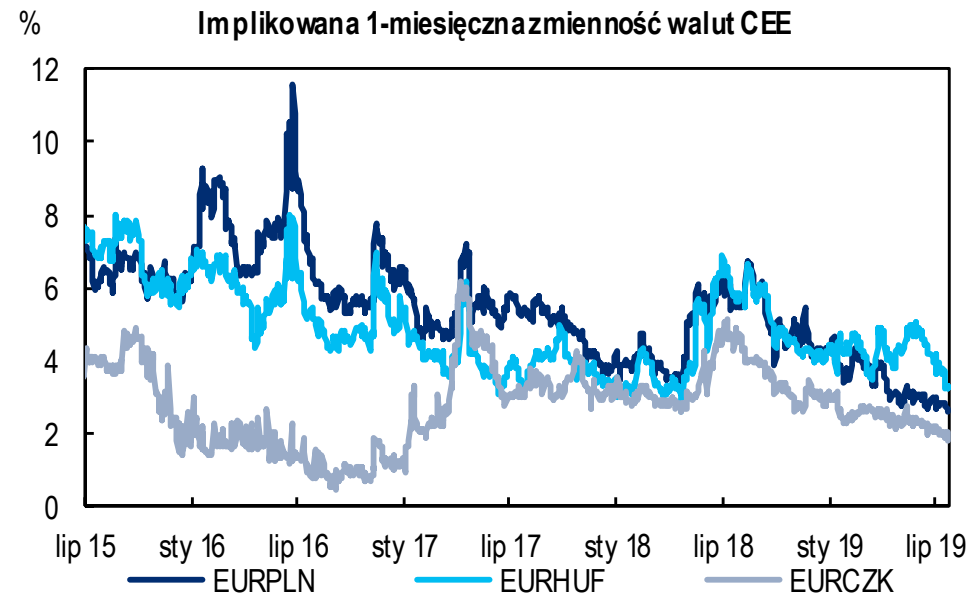
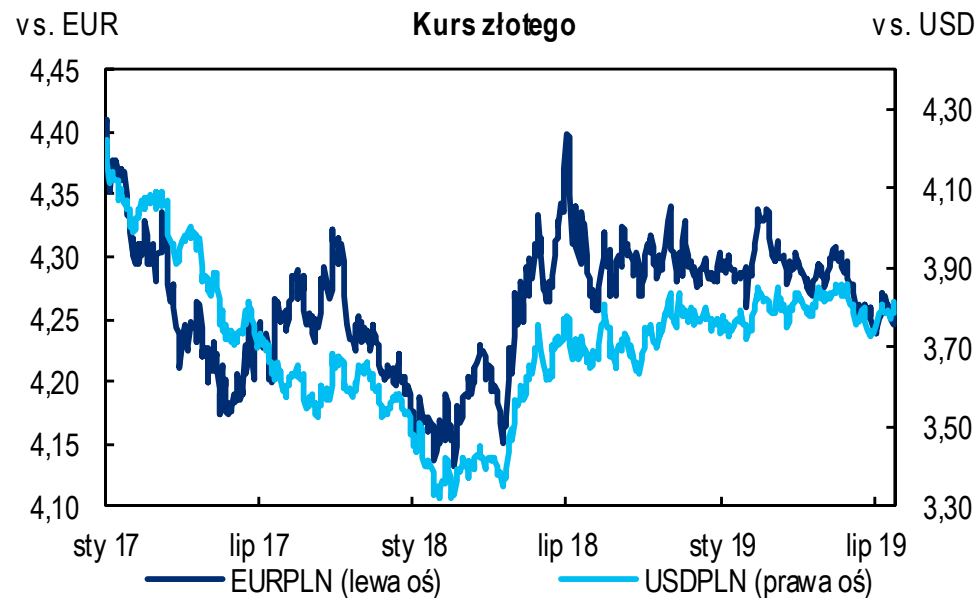
Gołębi Fed pomaga złotemu

- Kurs EURPLN pozostał w ostatnim miesiącu stosunkowo stabilny, kształtując się na relatywnie mocnych poziomach w stosunku do notowań z ostatniego roku. Stabilizacja złotego wobec euro miała miejsce mimo stopniowego umocnienia dolara.
- Łagodzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne będzie korzystne dla aktywów gospodarek wschodzących. Złoty umacniał się nawet w okresie słabszych odczytów danych za czerwiec, więc tym bardziej nie powinien znacznie tracić w przypadku poprawy danych za lipiec (zostaną one opublikowane w sierpniu). Sądzymy także, że utrzymanie mocnego wzrostu PKB jak i bardzo dobre zachowanie bilansu obrotów bieżących będą ograniczać ryzyka zewnętrzne i sprzyjać stabilizacji złotego.

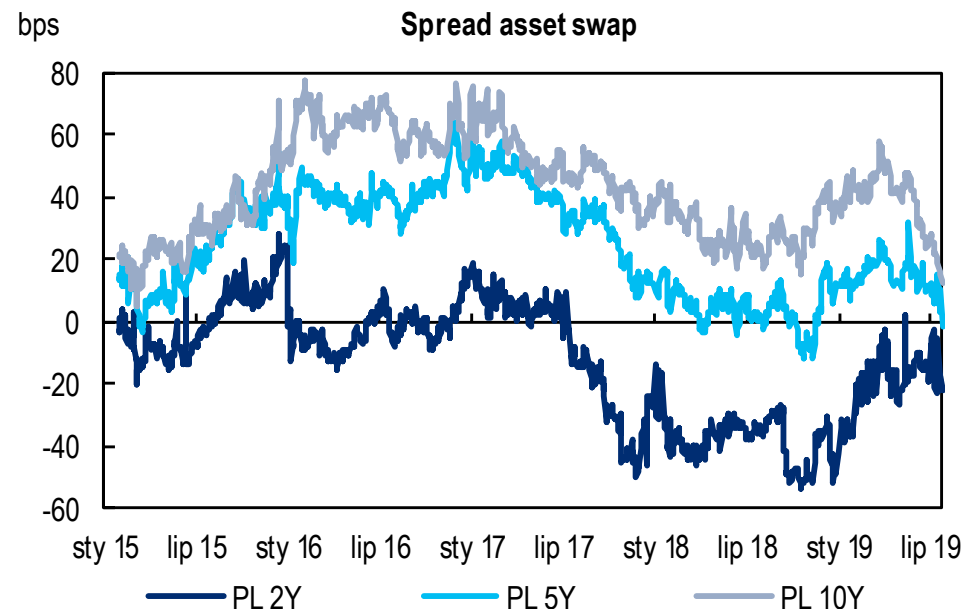
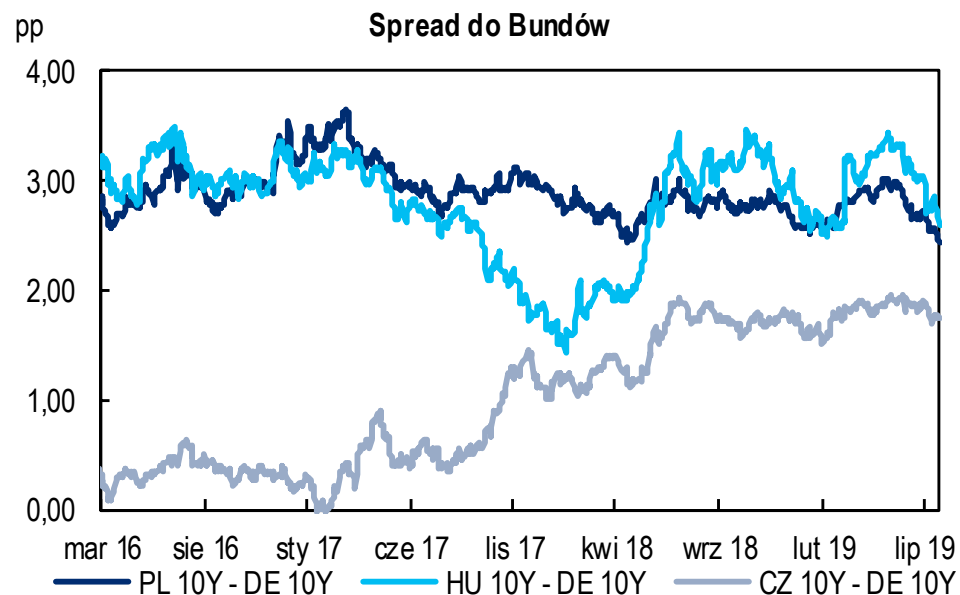
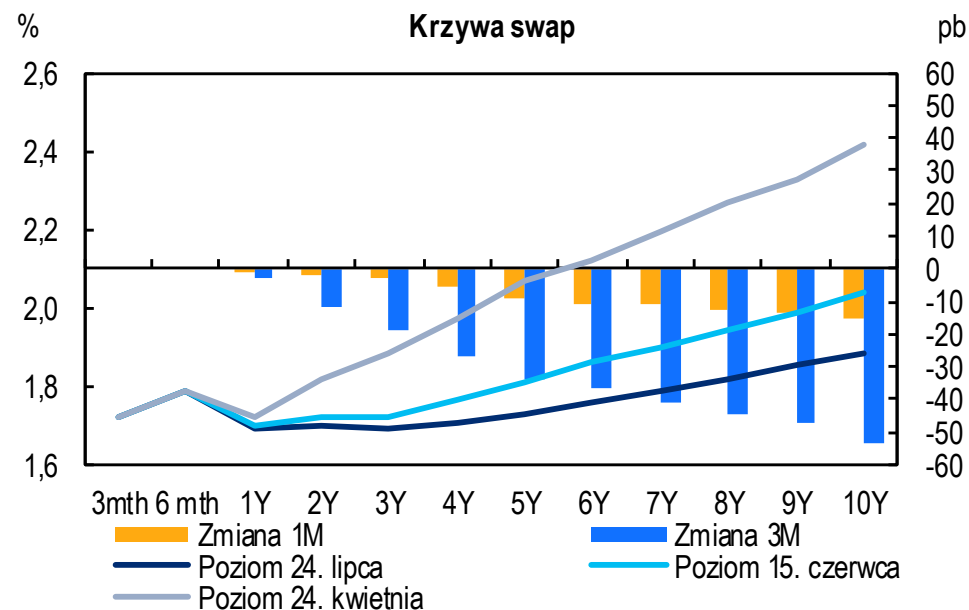
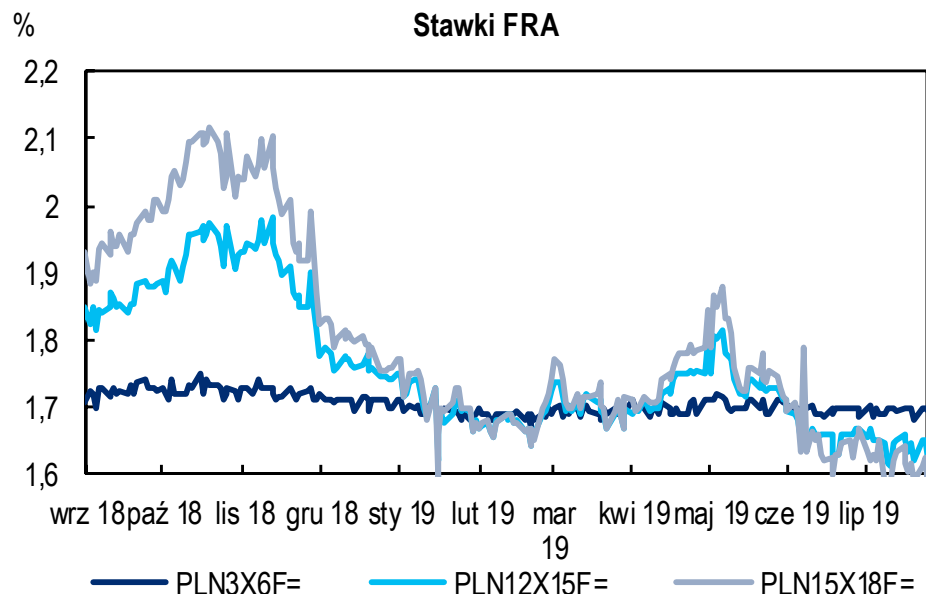
Znaczne umocnienie na rynku obligacji

- Ostatnie tygodnie przyniosły korektę trendu spadkowego rentowności na bazowych rynkach długu. Mimo to spadki rentowności na krajowym rynku były kontynuowane za sprawą zarówno spadku oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w dłuższym terminie (wypłaszczenie krzywej swap) i spadki spreadów kredytowych (spread asset swap). Mogły temu sprzyjać słabsze dane o aktywności.
- Sądzymy, lepsze dane o aktywności i dalszy wzrost inflacji za lipiec będą sprzyjać korekcie na rynku długu z historycznie mocnych poziomów.

Przegląd rynku walutowego



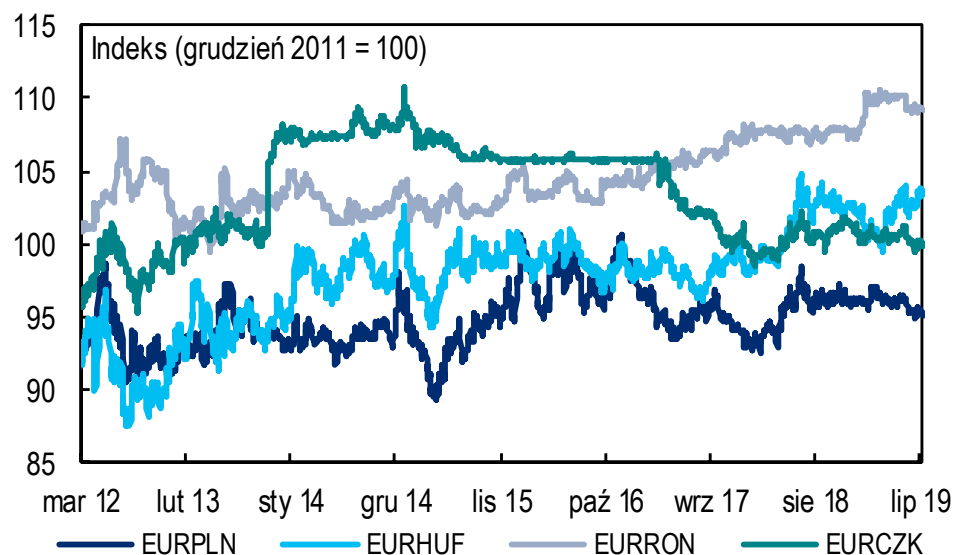
Przegląd rynku stopy procentowej



Długoterminowe wskaźniki rynkowe

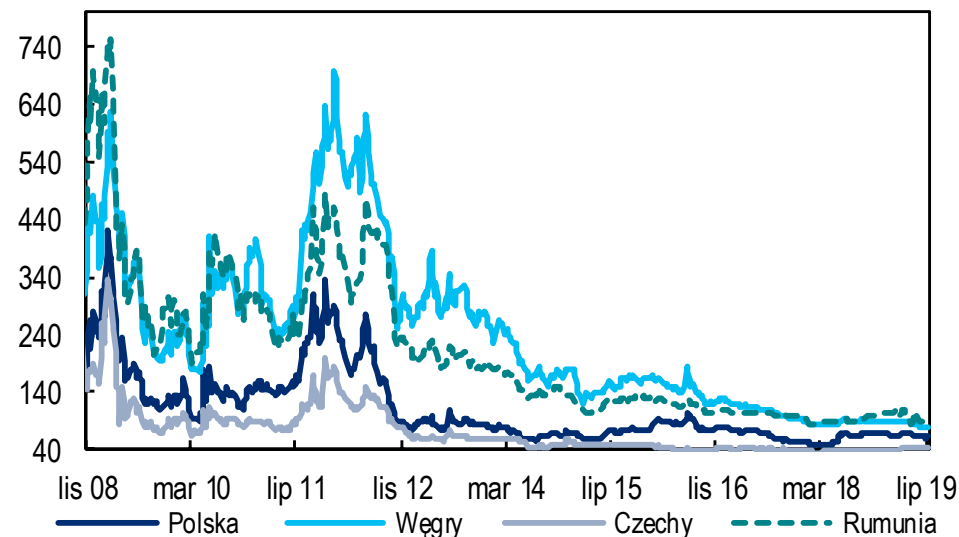
Tytuł osi

Kursy walut krajów Europy Środkowej

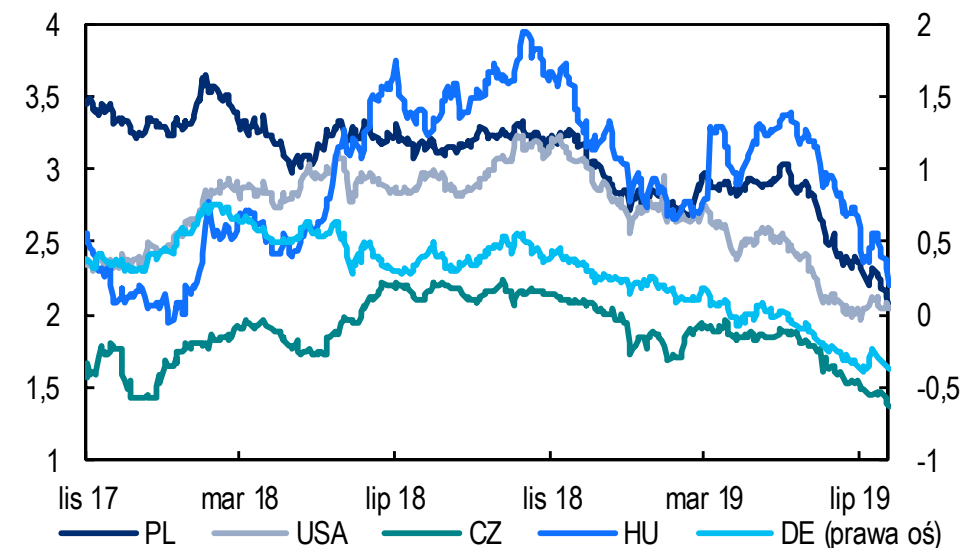


bp

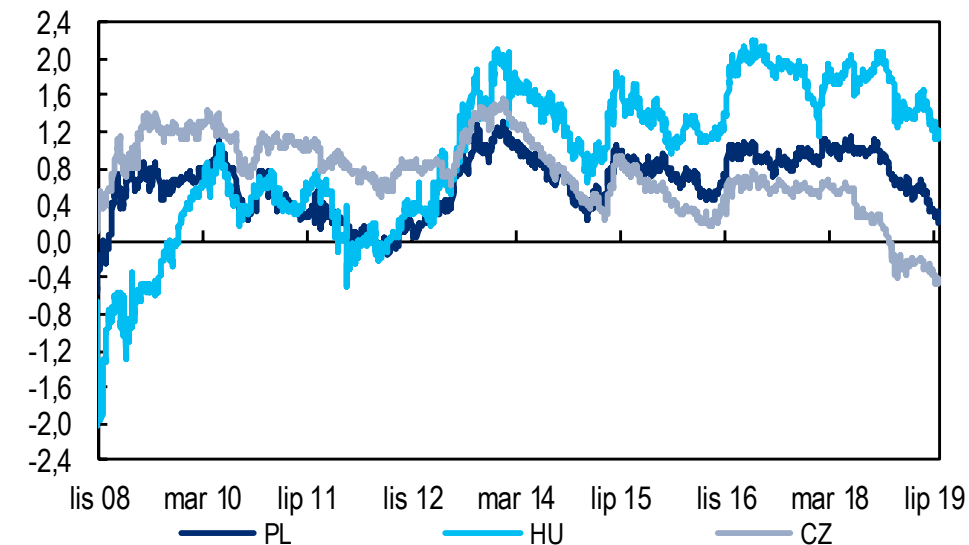
Stawki CDS



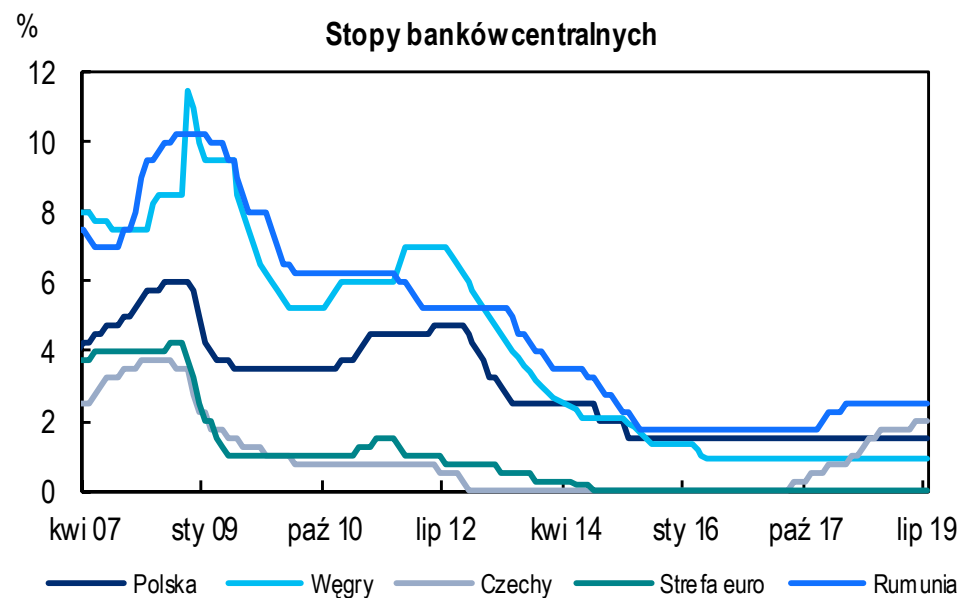
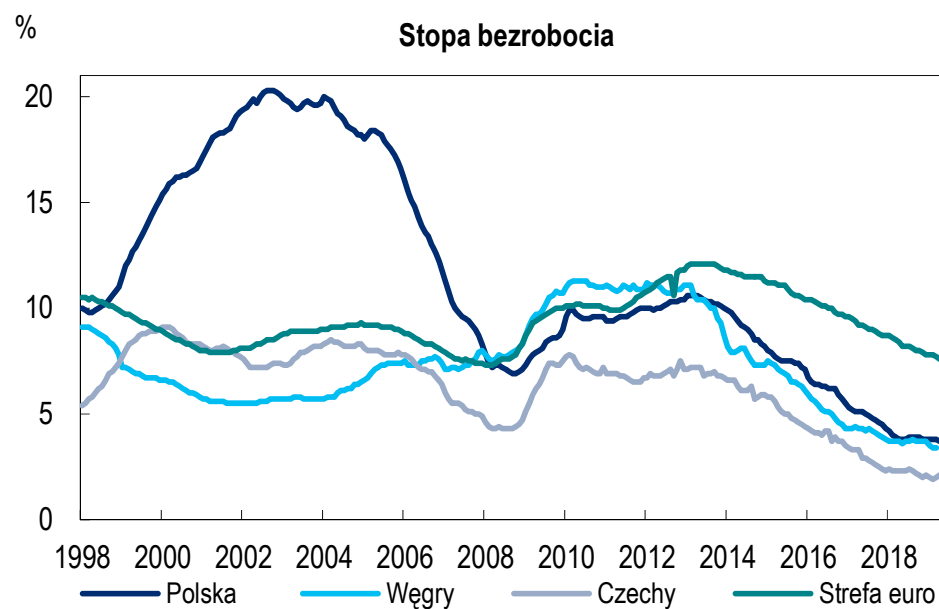
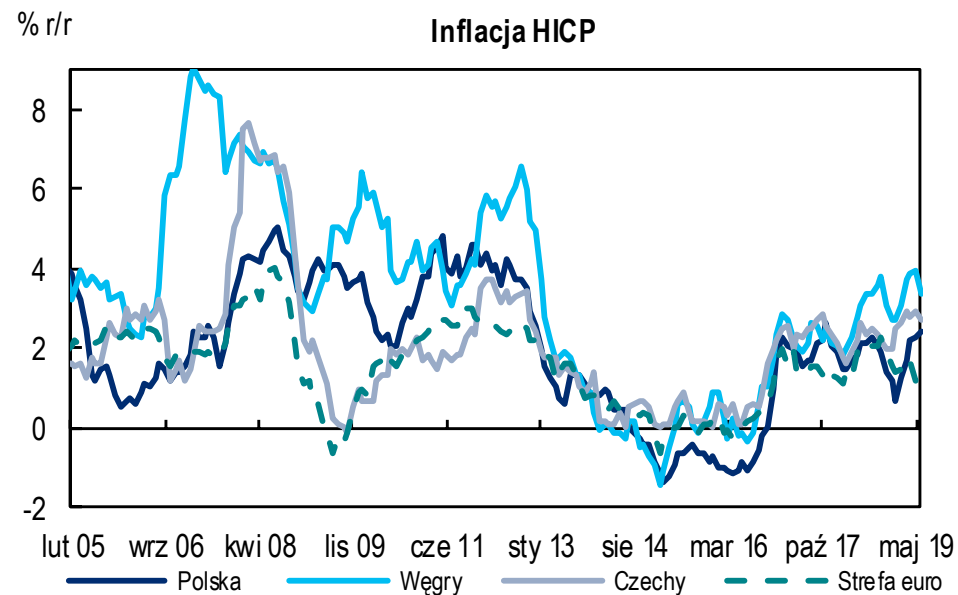
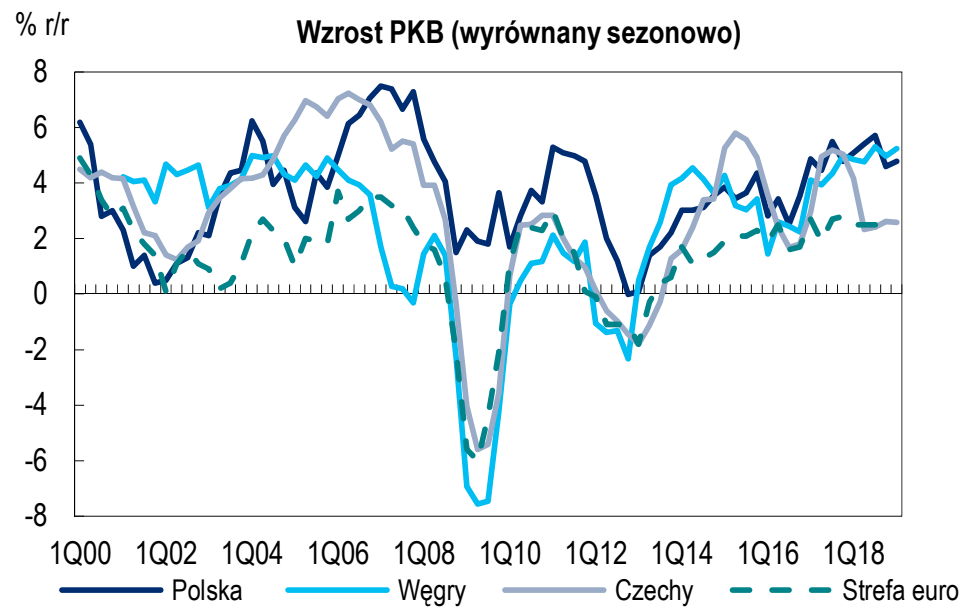
Rentowności 10-letnich obligacji



Nachylenie krzywej swap (10L-2L)



Długoterminowe wskaźniki makroekonomiczne



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2018						2019						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	6.7	10.3	5.0	2.7	7.4	4.6	2.8	6.0	6.9	5.5	9.2	7.6	-2.7
Produkcja przemysłowa (% m/m)	4.1	-5.4	0.8	3.4	9.9	-3.7	-11.5	7.3	-1.5	9.8	-3.6	-0.1	-5.9
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	6.5	10.2	5.5	1.9	7.4	4.1	2.2	5.2	7.0	6.3	9.7	7.7	-3.4
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	24.8	18.6	20.1	16.5	22.5	17.1	12.3	3.2	15.1	10.8	17.4	9.6	-0.7
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	8.2	7.1	6.7	3.6	7.8	6.9	3.9	5.2	5.6	1.8	11.9	5.6	3.7
Stopa bezrobocia (%)	5.8	5.8	5.8	5.7	5.7	5.7	5.8	6.1	6.1	5.9	5.6	5.4	5.3
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3.7	3.5	3.4	3.2	3.2	3.0	2.8	2.9	2.9	3.0	2.9	2.7	2.8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8	1.3	1.1	0.7	1.2	1.7	2.2	2.4	2.6
Inflacja (% m/m)	0.1	-0.2	0.0	0.2	0.4	0.0	0.0	-0.2	0.4	0.3	1.1	0.2	0.3
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	3.7	3.4	3.0	3.0	3.2	2.8	2.1	2.2	2.9	2.5	2.6	1.4	0.6
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.3	0.1	0.0	0.5	0.5	-0.4	-1.0	0.2	0.5	0.1	0.4	0.2	-0.4
Płace - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	7.5	7.2	6.8	6.7	7.6	7.7	6.1	7.5	7.6	5.7	7.1	7.7	5.3
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	192	-754	-1,005	-876	-405	343	-1,126	2,438	-718	116	720	1,006	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.1	-0.2	-0.4	-0.6	-0.7	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.3	-0.2	0.0	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-369	-236	-542	-544	-473	99	-1301	364	-377	342	279	96	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	18360	17675	17432	17372	20695	20226	15907	18511	18310	19641	19411	19703	-
Eksport (% r/r)	9.4	12.4	14.0	4.2	18.1	9.2	2.2	1.6	7.8	2.6	8.5	11.2	-
Import f.o.b. (mln EUR)	18729	17911	17974	17916	21168	20127	17208	18147	18687	19299	19132	19607	-
Import (% r/r)	-320.0	-810.0	-2070.0	-2967.0	-3359.0	-3111.0	-2883.0	-2683.0	-2634.0	-1593.0	-839.0	-69.0	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2018						2019						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.2	7.3	7.5	7.9	9.3	9.5	11.6	7.6	9.8	9.9	10.4	9.9	9.3
Depozyty gospod. domow ych (% r/r)	6.3	7.0	7.4	7.8	9.0	9.5	10.1	10.7	11.2	11.4	11.8	11.7	11.1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	6.5	6.5	6.8	6.0	3.9	4.7	4.3	2.3	4.9	5.7	8.2	7.5	6.7
Kredyty dla gosp. domow ych (% r/r)	4.7	5.1	5.9	5.3	6.1	6.6	7.0	6.6	6.5	6.9	6.9	6.1	6.0
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.0	6.7	6.4	6.9	7.2	7.3	7.6	7.4	6.8	7.4	6.6	4.2	4.0
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	1.71	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.70	1.70	1.71	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.39	1.38	1.35	1.31	1.27	1.11	0.90	1.37	1.48	1.57	1.61	1.54	1.40
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.63	1.64	1.57	1.58	1.56	1.54	1.35	1.49	1.75	1.69	1.69	1.67	1.62
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.54	2.54	2.52	2.55	2.47	2.48	2.29	2.15	2.33	2.20	2.35	2.11	1.98
EUR/PLN (koniec okresu)	4.37	4.27	4.30	4.28	4.34	4.29	4.29	4.26	4.30	4.30	4.28	4.28	4.24
USD/PLN (koniec okresu)	3.74	3.66	3.71	3.69	3.84	3.79	3.74	3.72	3.79	3.84	3.82	3.83	3.73
EUR/USD (koniec okresu)	1.17	1.17	1.16	1.16	1.13	1.13	1.15	1.14	1.14	1.12	1.12	1.12	1.14
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetow y skum. (mld PLN)	-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)	-23.0%	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	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	4,7	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, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,9	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	2,8
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	2,60	2,75
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,73	3,40
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,78	3,57
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,25	4,21

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	-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	-0,4	-1,2	-0,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,1	0,2	1,3
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	45,1	42,9

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	2,3	2,8	2,3	2,3	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,3	-0,5	-0,5	-0,1	0,5
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,74	3,73	3,40	3,21	3,11	3,04
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,78	3,57	3,27	3,16	3,07
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,25	4,21	4,20	4,20	4,20
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,28	4,23	4,20	4,20	4,20

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)	4,5	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.