

CitiMonthly

Najgorszy miesiąc za nami?

Piotr Kalisz, CFA,
Cezary Chrapek, CFA
Maj 2020

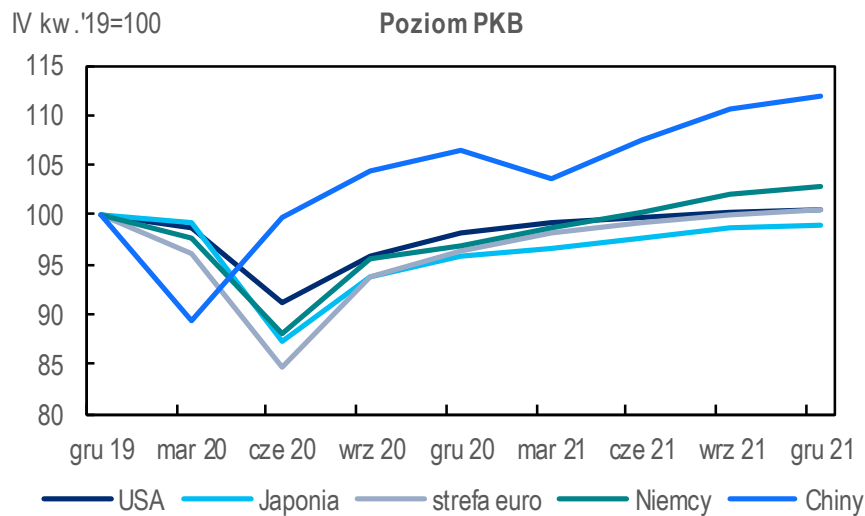
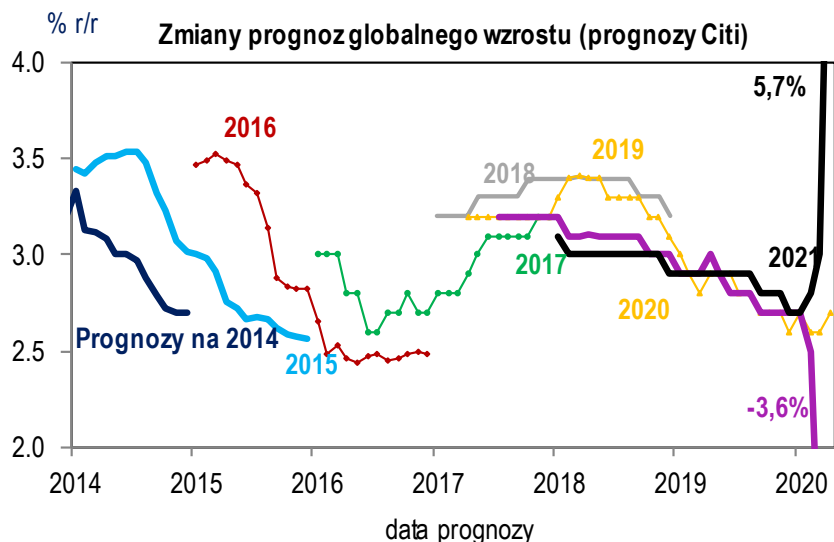
www.citihandlowy.pl
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

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.

Podsumowanie

- Publikowane w maju dane rysują obraz załamania aktywności gospodarczej w kwietniu. Głębokim spadkiem sprzedaży detalicznej towarzyszyły, podobne co do skali, spadki produkcji przemysłowej. Odnotowano również spadek zatrudnienia i znaczne wyhamowanie wynagrodzeń.
- Wszystko wskazuje jednak, że najgorszy punkt recesji przypadł właśnie na kwiecień. Restrykcje związane z pandemią są powoli łagodzone w Polsce i innych gospodarkach europejskich. Powoduje to, że maj i czerwiec powinny być pod względem aktywności już znacznie lepsze.
- Podtrzymujemy naszą prognozę, która zakłada, że w II kwartale spadek PKB może wynieść około 10%, a w całym roku gospodarka skurczy się o około 5%.
- To, co na razie wiadomo o COVID-19 sugeruje, że założenie o całkowitym wygaśnięciu epidemii (i braku jej nawrotów) byłoby nierealistyczne. W naszym bazowym scenariuszu przyjmujemy, że w II połowie roku mogą pojawiać się kolejne fale zachorowań, nie prowadzące jednak do wprowadzenia *lockdownu* w skali porównywalnej do tej z marca-kwietnia.
- Oczekujemy dalszego wyraźnego spadku inflacji do około 1% na początku 2021 roku.
- RPP niespodziewanie obniżyła stopę referencyjną do 0,1%. Przestrzeń do dalszych obniżek wydaje się już wyczerpana.

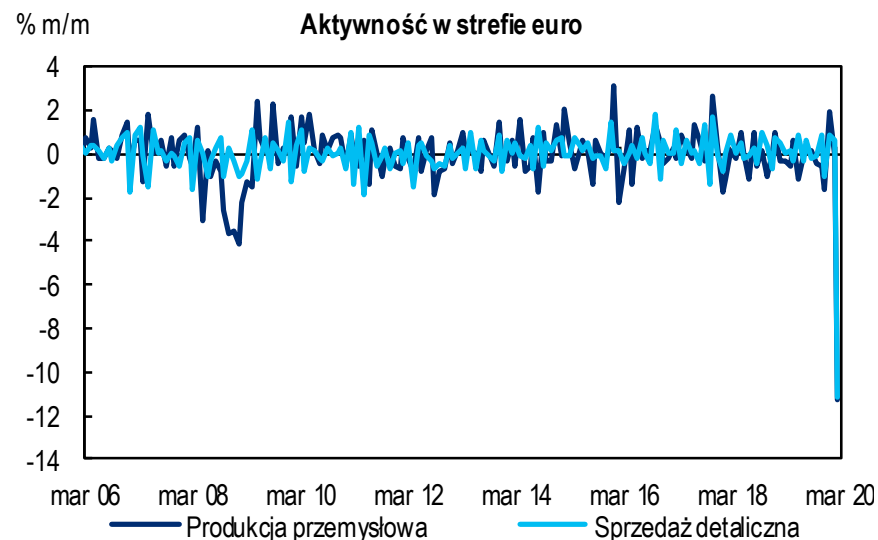
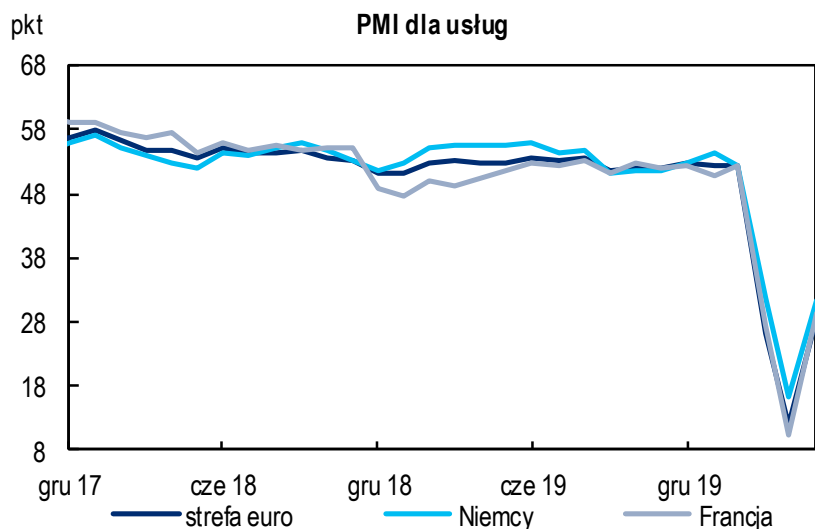
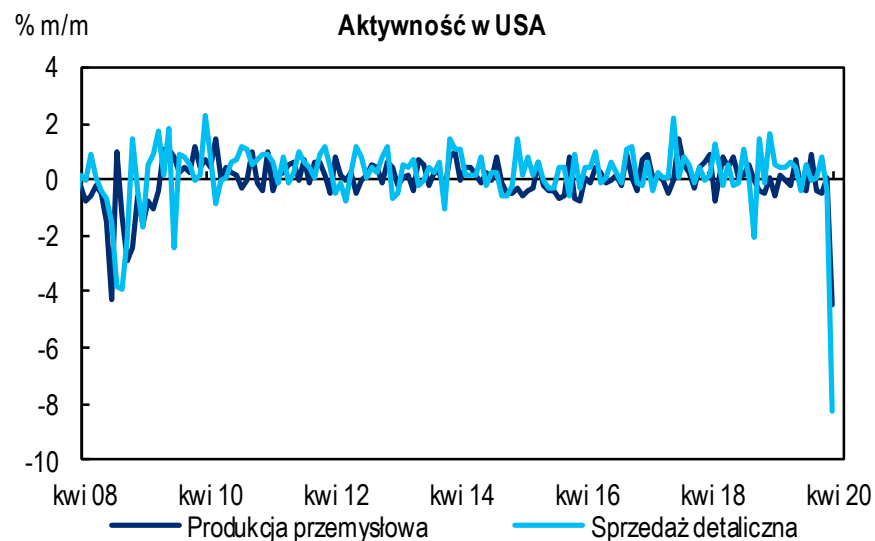
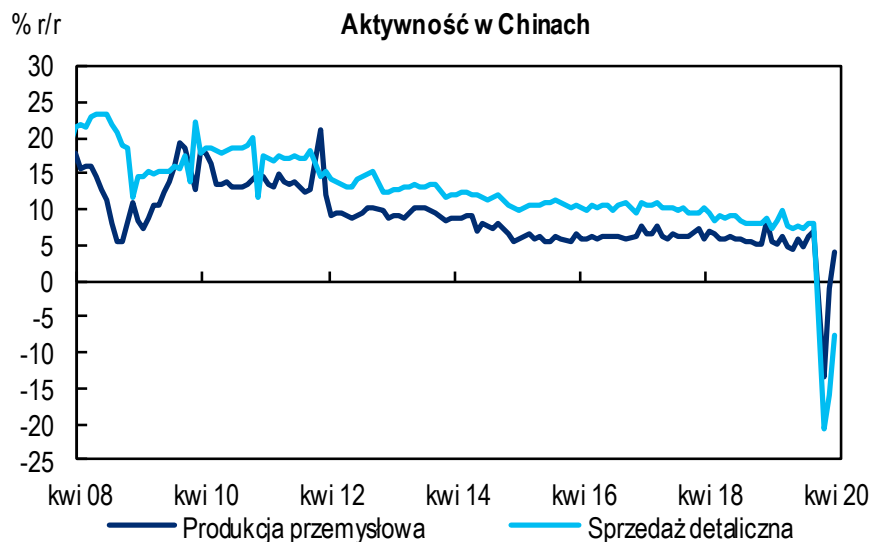
Gospodarka światowa - Głębsza i dłuższa recesja



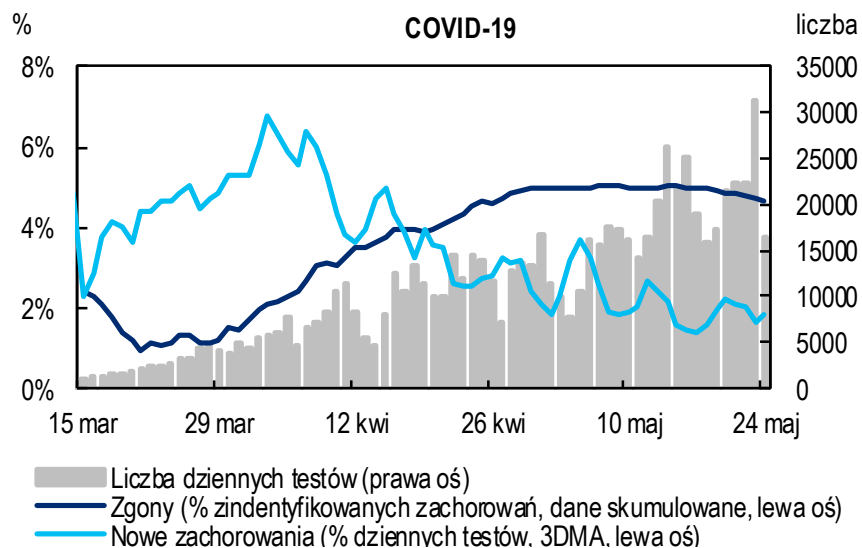
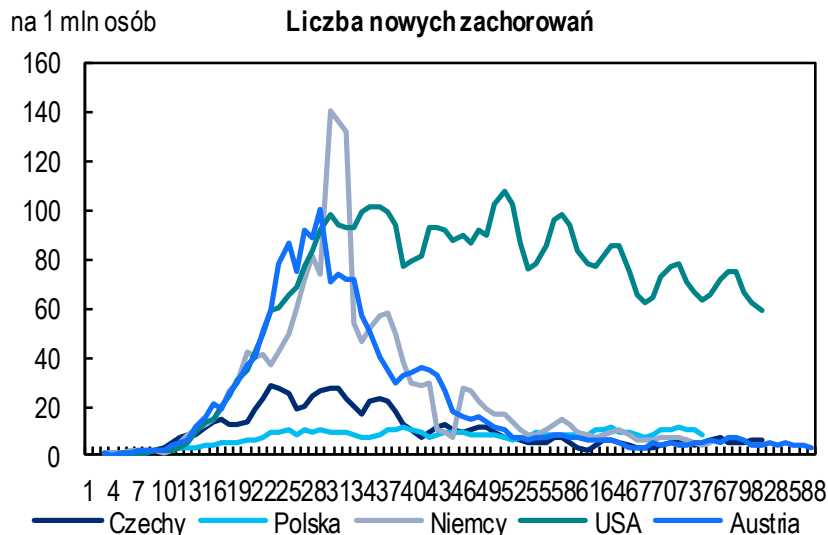
Prognozy wciąż rewidowane w dół

- W ostatnim miesiącu prognozy Citi dla globalnego wzrostu PKB zostały po raz kolejny zrewidowane w dół o 0,5% do -3,6% w 2020 r. Prognozy na 2021 r. zostały podwyższone o 0,2 pkt proc. do 5,7%. Niepewność odnośnie tempa ożywienia gospodarczego i otwierania gospodarek pozostaje wysoka.
- Ryzyko dla prognoz wzrostu jest związane z kwestiami epidemiologicznymi (kolejne fale zachorowań, utrzymywanie się przeciwciał we krwi, perspektywy wynalezienia szczepionki), wydatkami konsumentów (nastroje, rynek pracy), funkcjonowaniem przedsiębiorstw po odmrożeniu gospodarek (decyzje inwestycyjne), handlem zagranicznym (eskalacja napięć USA-Chiny, zaburzenia w łańcuchach dostaw).
- W związku z tym, że pandemia ma duży wpływ na zachowania konsumentów i biznesu naszym zdaniem ożywienie w II połowie roku może być wolniejsze niż zakłada większość projekcji rynkowych.
- Wiele uczestników rynku i organizacji zakłada ożywienie w rocznej dynamice w kształcie litery V, szczególnie w gospodarkach rozwijających się. Jednak materializacja ryzyk może przekształcić ścieżkę globalnego ożywienia w literę U.

Aktywność spadła, ale indeksy koniunktury zaczęły rosnąć



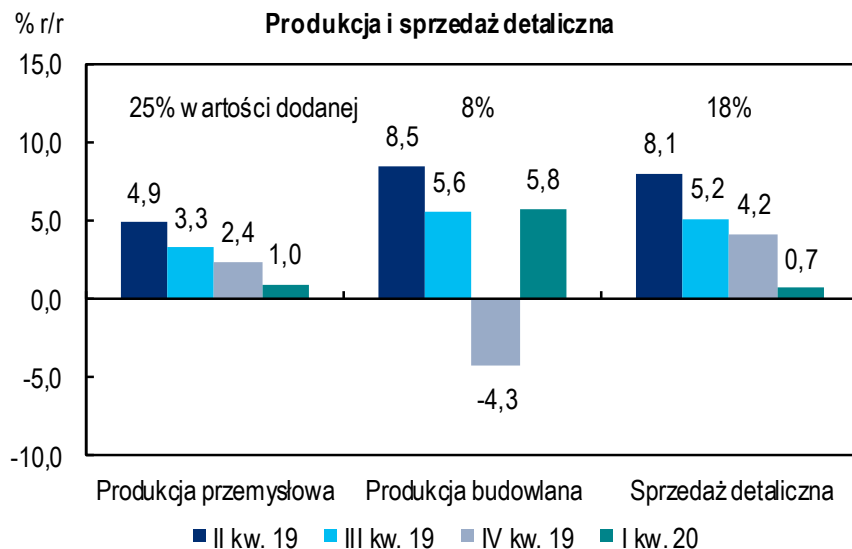
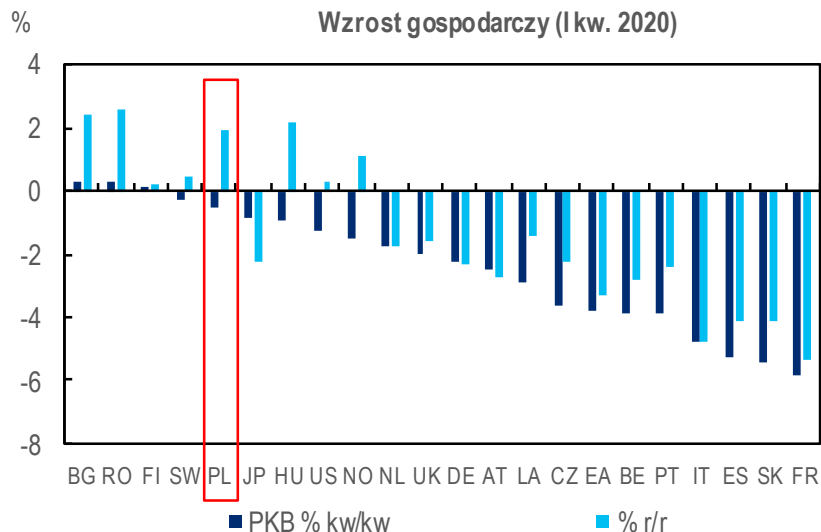
Niepewny dalszy rozwój epidemii



Końca pandemii na razie nie widać?

- Istnieją istotne różnice w przebiegu pandemii w poszczególnych krajach. W Europie liczba nowych dziennych zachorowań wyraźnie spada. W USA liczba potwierdzonych przypadków pozostaje bardzo wysoka, ale sytuacja stopniowo się stabilizuje.
- Ścieżka epidemii w Polsce ma pewne cechy charakterystyczne, odróżniające je od większości krajów UE. Liczba zachorowań utrzymuje się od tygodni na relatywnie niskim poziomie, jednak nie obniża się (ostatnie tygodnie wskazują nawet na pewne wzrosty zachorowań). Co więcej, odsetek zgonów w relacji do liczby zachorowań jest w Polsce wyższy niż w Czechach. Może to sugerować, że łączna liczba zachorowań w Polsce jest wyższa niż sugerują zidentyfikowane przypadki.
- W bazowym scenariuszu zakładamy, że w II poł. roku będą pojawiać się kolejne fale zachorowań (lub po prostu obecna fala w pełni nie wygaśnie). Naszym zdaniem inne założenie nie jest uzasadnione w świetle tego, co na tym etapie wiadomo na temat wirusa i szans wynalezienia szczepionki (nie wcześniej niż na początku 2021). Jednak w bazowym scenariuszu zakładamy również, że prawdopodobnie w II poł. roku nie zostanie wprowadzony kolejny *lockdown* (a przynajmniej nie w tak daleko idącej skali, jak w marcu).

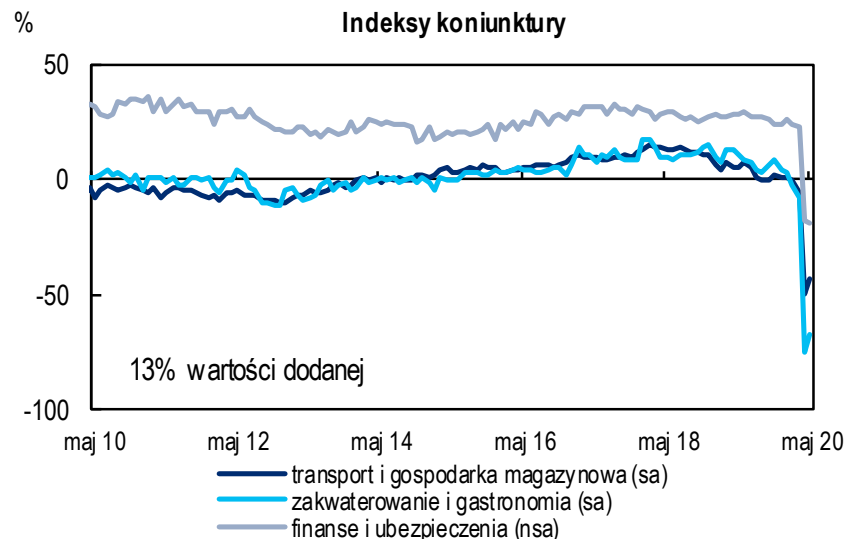
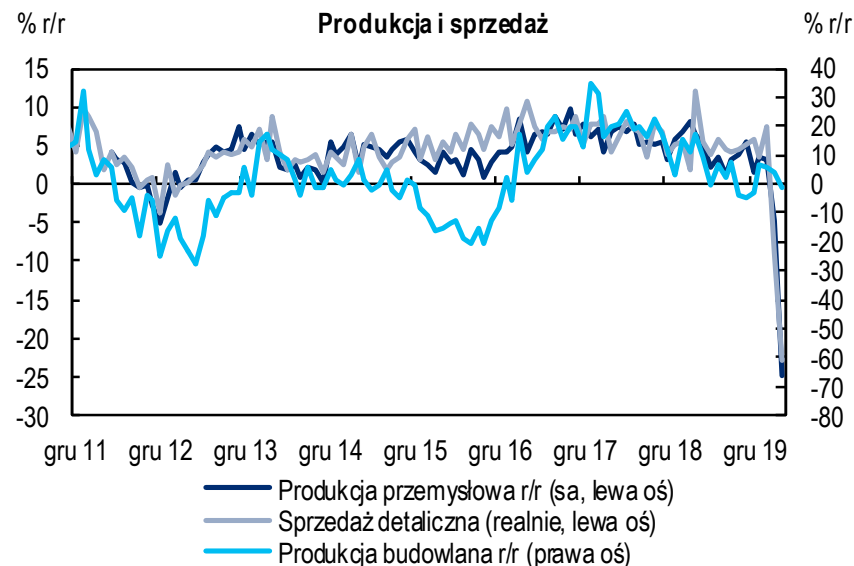
Nie taki straszny pierwszy kwartał



Dołek recesji w II kwartale

- Dane o PKB za I kwartał sugerują, że gospodarka wkroczyła w recesję. PKB spadł w całym kwartale o 0,4% kw/kw (sa), a w ujęciu rocznym spowolnił do 2%, wobec 3,2% w IV kwartale 2019 r.
- Wzrost PKB w I kw. okazał się zgodny z naszą prognozą i jednocześnie lepszy niż zakładał konsensus rynkowy (-1,2% kw/kw sa).
- Dynamika PKB była również wyższa niż w przypadku większości krajów UE.
- Przy interpretacji powyższych danych należy pamiętać, że pierwsze jedenaście tygodni roku nie było objęte *lockdownem*, a dopiero ostatnie dwa tygodnie kwartału przyniosły spadek PKB, który na podstawie dostępnych danych szacujemy na kilkanaście procent wobec średniego poziomu z IV kw. Naszym zdaniem ten spadek aktywności był nawet pogłębiony w kwietniu.
- Jeżeli chodzi o strukturę wzrostu, w I kwartale odnotowano znaczne osłabienie konsumpcji (wyhamowanie do 1,2% r/r) oraz inwestycji (0,9% r/r). Pozytywnie do wzrostu przyczyniał się handel zagraniczny (dodając 0.4 pp), jednak była to zasługa słabości importu, a nie odporności eksportu. Relatywnie silny wzrost zapasów, który pomagał popytowi krajowemu w I kwartale, zapewne nie powtórzy się już w II kw.

Zapaść w przemyśle, handlu i usługach w kwietniu

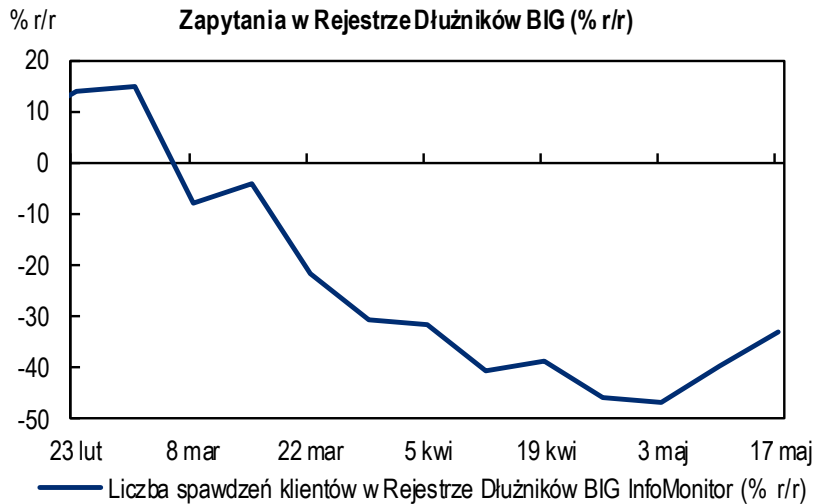


Przemysł i handel rozczarowały

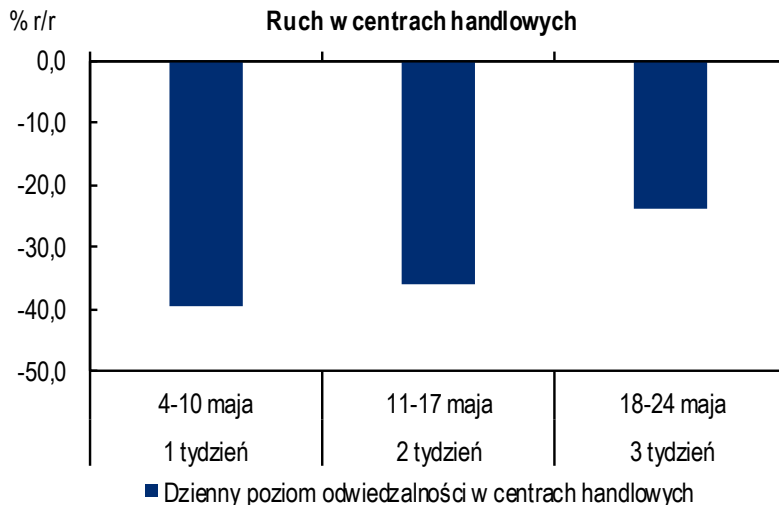
- W kwietniu produkcja przemysłowa spadła o 20,8% m/m (sa) i o 24,6% r/r. Najgłębszy spadek dotknął produkcję aut (-79% r/r), maszyn i sprzętu elektrycznego i innych sektorów nastawionych na eksport.
- Produkcja budowlana spadła w kwietniu zaledwie o 0,9% r/r, wobec wzrostu o 3,7% w marcu. Była to zasługa wzrostu produkcji obiektów inżynierii lądowej (infrastruktura) o 9,3%.
- Sprzedaż detaliczna spadła w kwietniu o 22,9% r/r, pogłębiając spadki z marca. Spadek nastąpił we wszystkich kategoriach, a najbardziej dotknięte zostały odzież (-63,4% r/r), samochody (-54,4%) i paliwa (-42,2%). Zamknięte sklepy doprowadziły do przyspieszenia wzrostu sprzedaży przez internet do 27,7% (i wzrostu jej udziału w sprzedaży ogółem do 11,9% z 8,1%).
- Dane o wysokiej częstotliwości i stopniowe łagodzenie ograniczeń gospodarczych sugerują, że ożywienie aktywności już postępuje i dane o produkcji i sprzedaży za maj i czerwiec będą lepsze. Sądzymy, że produkcja budowlana będzie zachowywać się w dalszej części roku lepiej niż przemysł i handel detaliczny, m.in. przy wsparciu środków UE i inwestycji infrastrukturalnych w ramach programów rządowych.

Od maja powolne ożywienie

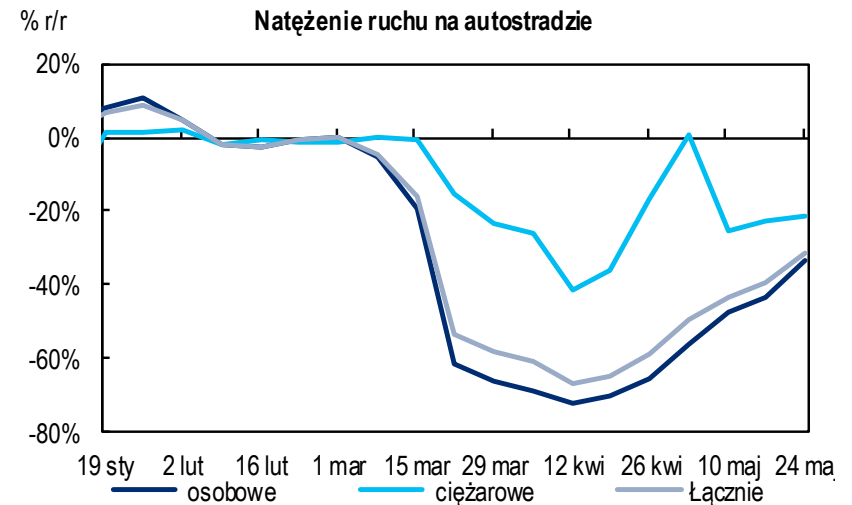
Mniejsza skala zapytań o kondycję partnerów biznesowych



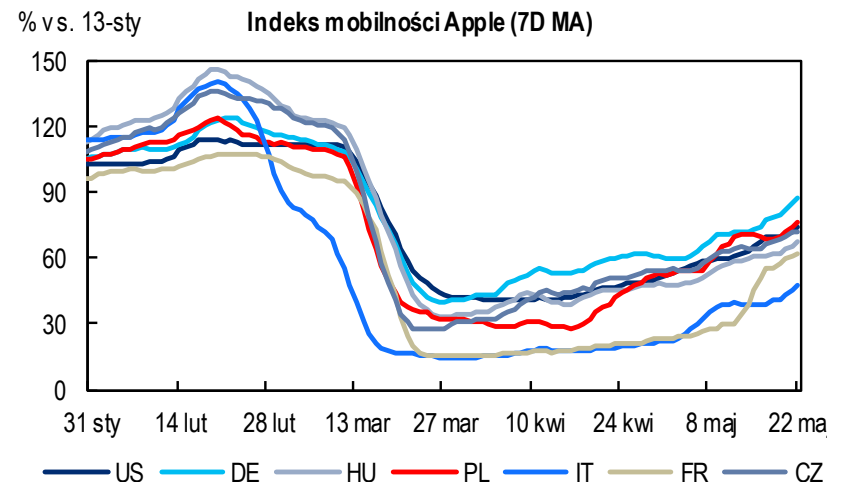
Stopniowo rośnie ruch w centrach handlowych



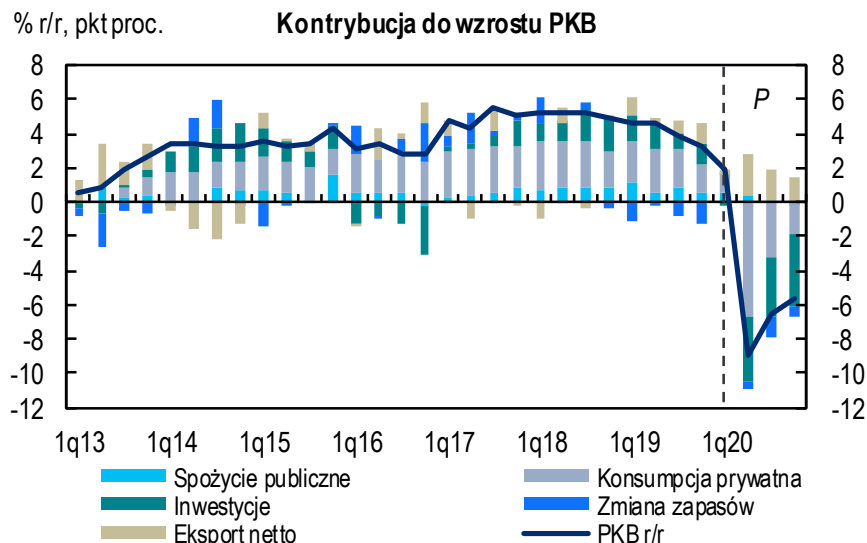
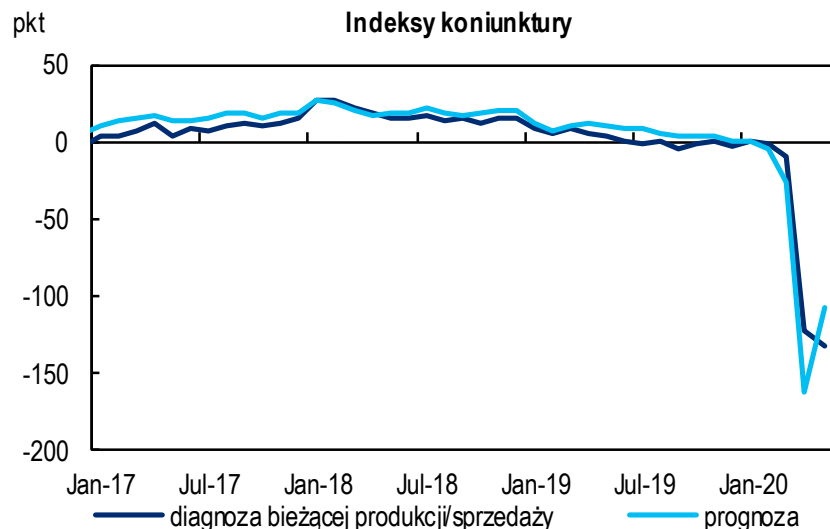
Natężenie ruchu na autostradach zaczęło rosnąć, bardzo powoli



Minimalne ożywienie mobilności po zapaści w marcu



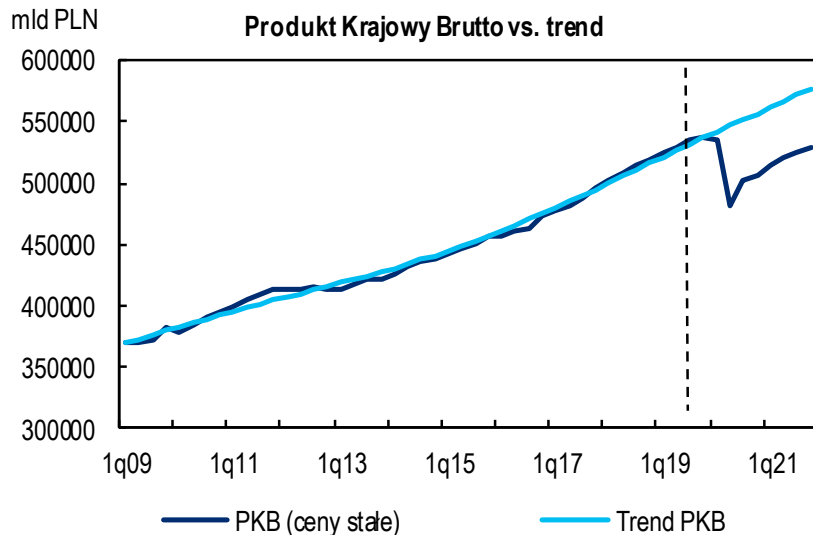
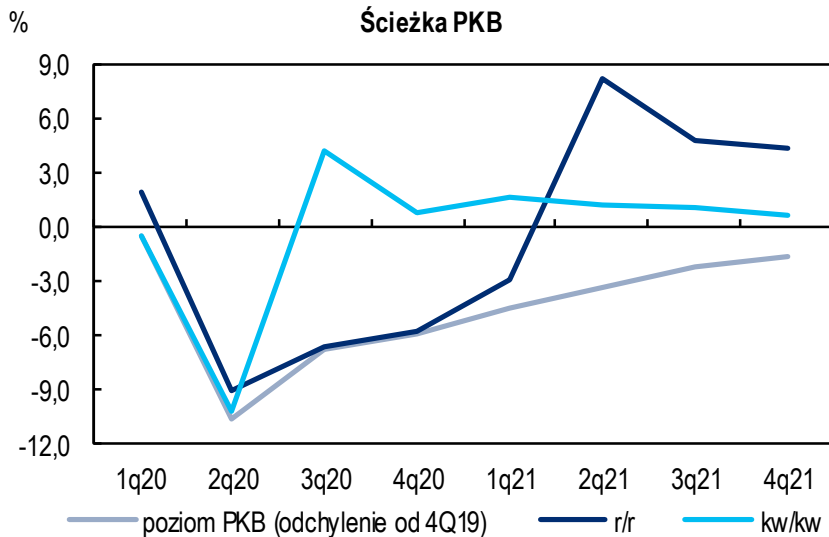
Złagodzenie restrykcji pozwoli na odbicie PKB



Odmrażanie gospodarki w praktyce

- Od I połowy maja rząd zaczął stopniowo znosić ograniczenia dotyczące mobilności i dystansowania społecznego mające wpływ na życie gospodarcze. Na przełomie maja i czerwca wprowadzony zostanie już 4. etap łagodzenia restrykcji, w tym zniesienie limitu osób w sklepach i restauracjach i otwarcie sektora usług fitness, basenów oraz możliwości organizacji imprez plenerowych do 150 osób. Stopniowe ożywienie jest widoczne w danych wysokiej częstotliwości, choć wciąż poziom aktywności pozostaje znacznie poniżej wartości obserwowanych przed epidemią.
- W maju wzrosły także (z historycznie niskich poziomów) odczyty prognostycznych składowych indeksów koniunktury. Sugeruje to, że dołek aktywności został osiągnięty i kolejne miesiące powinny przynieść jej ożywienie.
- Sektor przetwórczy zapewne będzie relatywnie szybko wracał do aktywności, o czym świadczą choćby informacje o stopniowym zwiększaniu aktywności w fabrykach samochodów. Budownictwo na razie okazało się relatywnie odporne i choć w tym przypadku efekty mogą się ujawnić z większym opóźnieniem, to ten sektor będzie też wspierany przez program infrastrukturalny w ramach Tarczy Antykryzysowej. Najwolniejszego powrotu do „normy” spodziewamy się w przypadku usług.

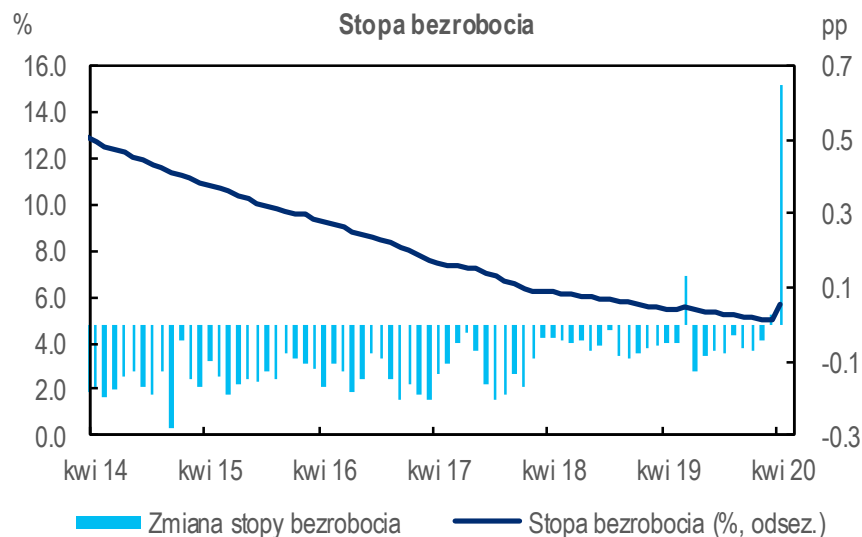
Powrót do normalności zajmie bardzo długo



V, U czy L?

- Po głębokim spadku PKB w II kw., złagodzenie obostrzeń automatycznie doprowadzi do silnego odbicia w drugiej połowie roku. Niemniej naszym zdaniem będzie ono mniejsze niż wcześniejszy spadek.
- Jeżeli chodzi o kształt ścieżki odbicia gospodarki – w przypadku danych kw/kw można rzeczywiście mówić o ścieżce przypominającej niepełne V. Z kolei w ujęciu rocznym (r/r) będzie ono miało raczej kształt U.
- W całym roku spodziewamy się spadku PKB o około 5% (głębszego niż konsensus) i zakładamy, że powrót do poziomu sprzed epidemii będzie bardzo długi. PKB może osiągnąć poziom z IV kw. 2019 dopiero na przełomie 2021 i 2022.
- W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że pomimo pojawiających się przypadków zachorowań w dalszej części roku uda się uniknąć ograniczeń mobilności w skali podobnej do tej z I-II kw. Zmiany behawioralne oraz zmiany w sposobie organizacji pracy (praca na odległość, dostosowanie miejsc pracy do nowych wymogów sanitarnych) spowolni rozprzestrzenianie się wirusa i zredukuje ryzyko paraliżu służby zdrowia. Służba zdrowia i administracja będą też lepiej przygotowane, redukując ryzyko wprowadzenia pełnego lockdownu.

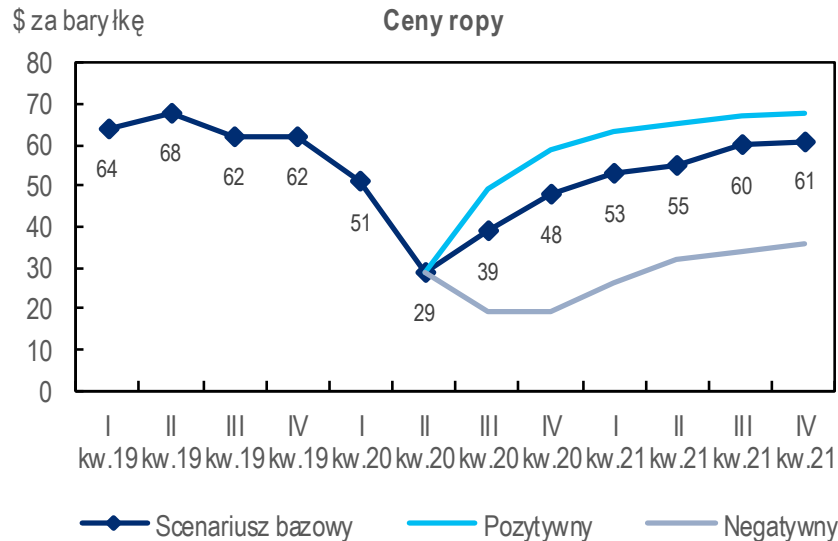
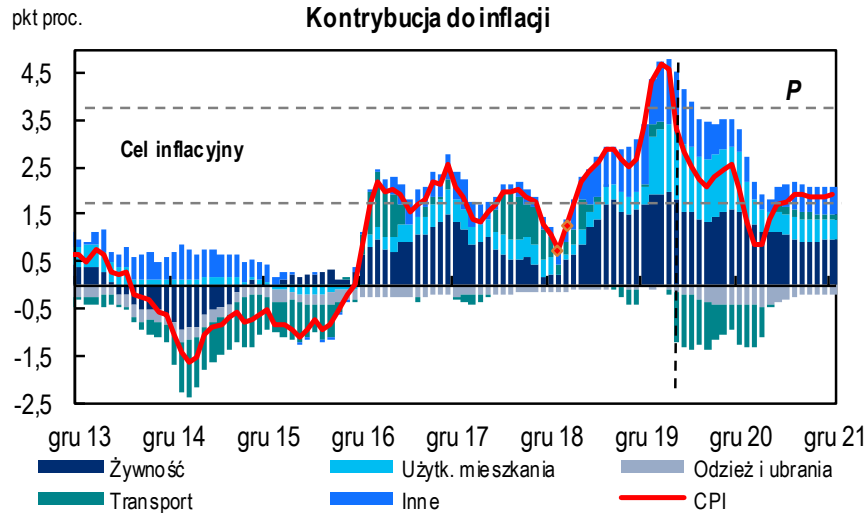
Rynek pracy coraz słabszy



Spadające zatrudnienie, słabe place

- Płace spowolniły w kwietniu do 1,9% r/r z 6,3% w marcu, a zatrudnienie spadło o 2,1% r/r, wobec wzrostu o 0,3% w marcu. Według GUS częściowo za spowolnienie płac odpowiada zmniejszanie wynagrodzeń przez firmy i wypłata świadczeń postojowych, które są efektem wprowadzonych programów rządowych mających na celu ochronę miejsc pracy.
- Zatrudnienie spadło o ponad 150 tys. m/m, co oznacza znacznie większy i szybszy spadek niż w 2008/2009 r. Choć wyniki te, podobnie jak dane za marzec, były pod wpływem rosnącej liczby osób pobierających zasiłki chorobowe i opiekuńcze oraz biorących bezpłatne urlopy, to jednak sama skala spadku zatrudnienia odzwierciedla rozmiar szoku gospodarczego.
- Stopa bezrobocia wzrosła w kwietniu do 5,8% z 5,4%. Wzrost stopy bezrobocia był jednak większy biorąc pod uwagę czynniki sezonowe. Sytuacja na rynku pracy jest zazwyczaj opóźniona wobec zmian aktywności gospodarczej i dlatego spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach dojdzie do dalszego pogorszenia warunków na rynku pracy. Jednocześnie jednak nie wykluczamy, że dzięki podjętym działaniom quasi-fiskalnym wzrost bezrobocia może być mniejszy niż pierwotnie szacowaliśmy.

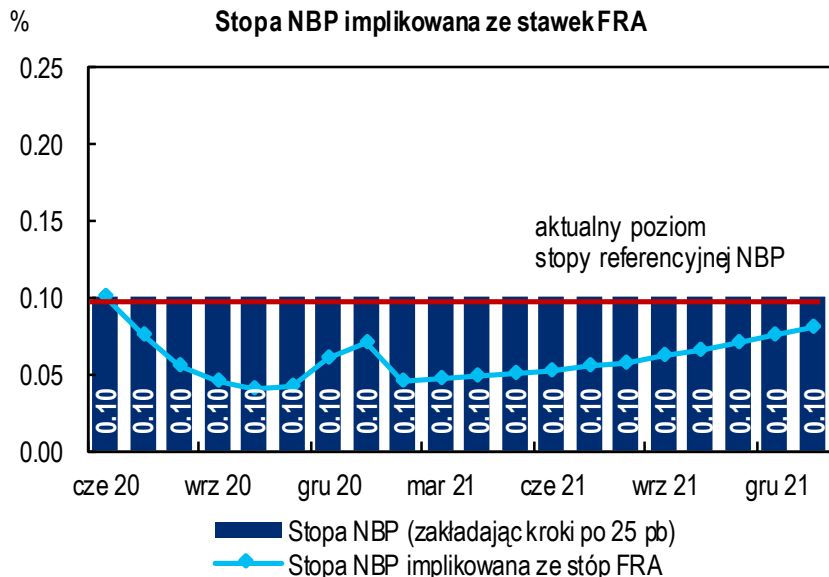
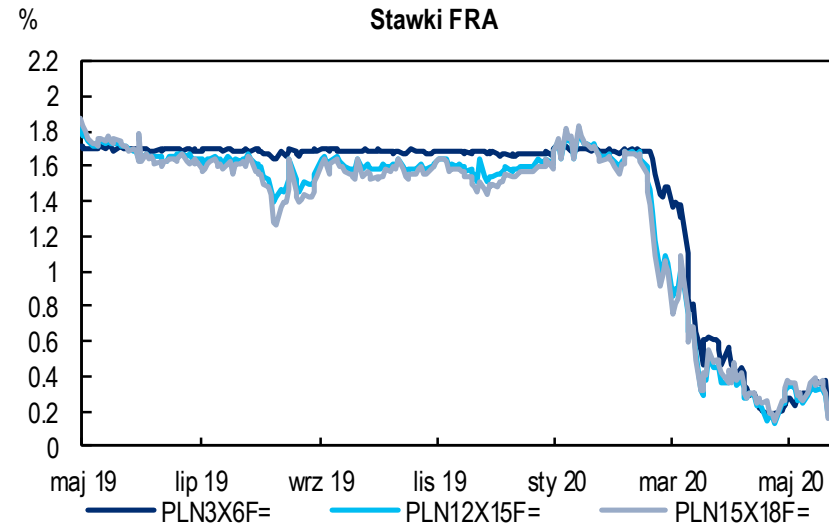
Spadek inflacji



Inflacja spadnie w tym roku poniżej celu

- Inflacja spadła w kwietniu do 3,4% z 4,6%, przede wszystkim za sprawą spadku cen paliw. Kontynuowane był wzrost cen usług wywozu śmieci (6,7% m/m, 53,9% r/r). Ceny żywności, które podwyższyły inflację w ubiegłym roku, wzrosły jedynie o 0,3% m/m, a roczna dynamika cen spowolniła do 7,4%.
- Wstępne dane pokazują również, że w maju inflacja obniżyła się do 2,9% r/r.
- Znaczna część danych GUS była szacowana w związku z zamrożeniem gospodarki. Oczekujemy, że wraz z otwieraniem punktów usługowych i restauracji GUS będzie w stanie lepiej ocenić skalę zmian cen.
- Spodziewamy się, że recesja i znaczny spadek popytu krajowego doprowadzi to do znacznego spadku inflacji - poniżej celu inflacyjnego do końca roku i do około 1% na początku 2021.
- W związku ze stopniowym odmrażaniem gospodarki światowej, wzrostem popytu na ropę i ograniczeniem produkcji przez kraje OPEC od maja oczekujemy, że dołek w cenach ropy już minął. W kolejnych kwartałach prawdopodobny jest powolny wzrost cen.
- Susza rolnicza może spowolnić spadek inflacji żywności natomiast biorąc pod uwagę skalę wzrostów w ubiegłym roku oczekujemy wyhamowania rocznego tempa wzrostu cen.

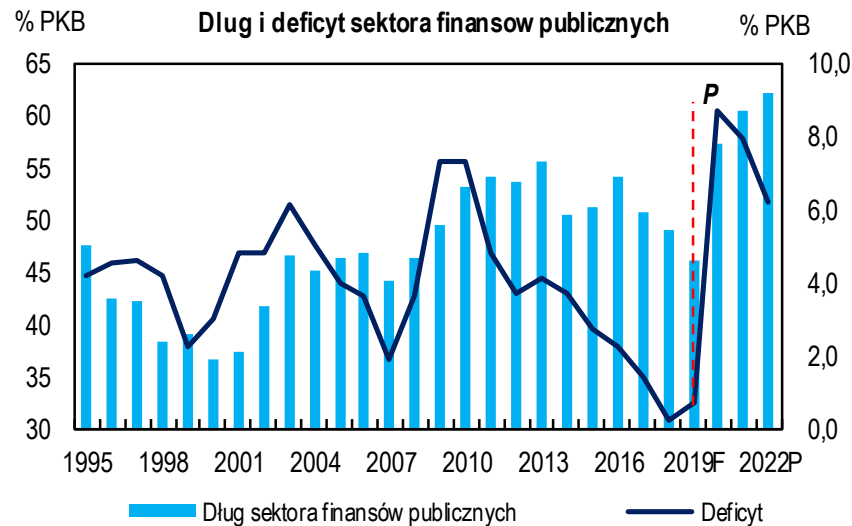
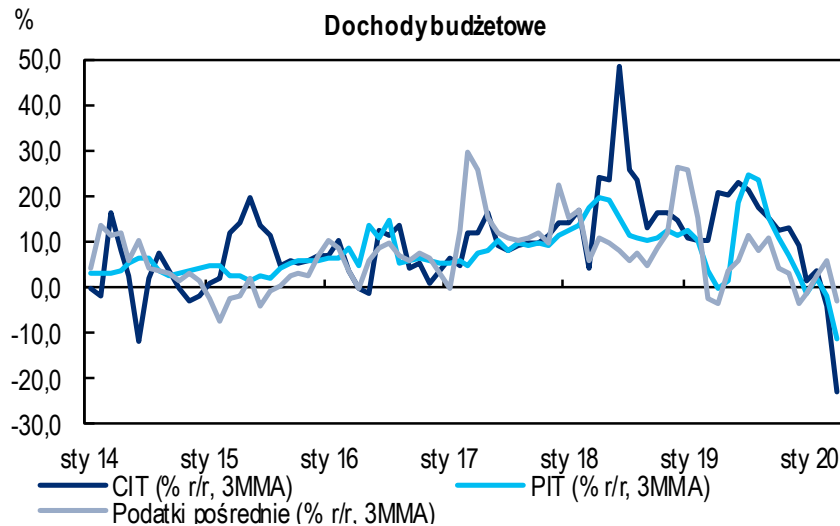
Polityka pieniężna



Kolejna obniżka stóp w maju

- W maju RPP nieoczekiwanie obniżyła stopy procentowe i zawężyła ich przedział. Stopa referencyjna została zredukowana o 40 pb do 0,1%, a stopa lombardowa o 50pp do 0,5%.
- Powyższa decyzja była zaskoczeniem, biorąc pod uwagę wcześniejsze komentarze członków RPP. Stopy zostały już obniżone do niskiego poziomu, gdzie dalsze redukcje mogą mieć niewielką skuteczność w stymulacji gospodarczej, a mogą nieść ryzyko dla stabilności finansowej. RPP nie zaplanowała także konferencji po majowym posiedzeniu.
- Do decyzji o obniżce stóp mogło przyczynić się umocnienie złotego w II połowie maja. Gdy RPP obniżała stopy procentowe w marcu i kwietniu wyrażała obawy o ryzyko nadmiernego osłabienia złotego w przypadku znacznego złagodzenia polityki pieniężnej. Aprecjacja złotego o ok. 3% w tygodniu poprzedzającym posiedzenie majowe mogła rozwiązać te obawy.
- Nie oczekujemy dalszych obniżek stóp procentowych po ich spadku do rekordowo niskiego poziomu. W związku z tym, że ożywienie gospodarcze będzie powolne spodziewamy się długiego okresu bez zmiany stóp. Sądzymy, dopiero kolejna Rada powołana w 2022 r. mogłaby się zdecydować na podwyżki stóp.

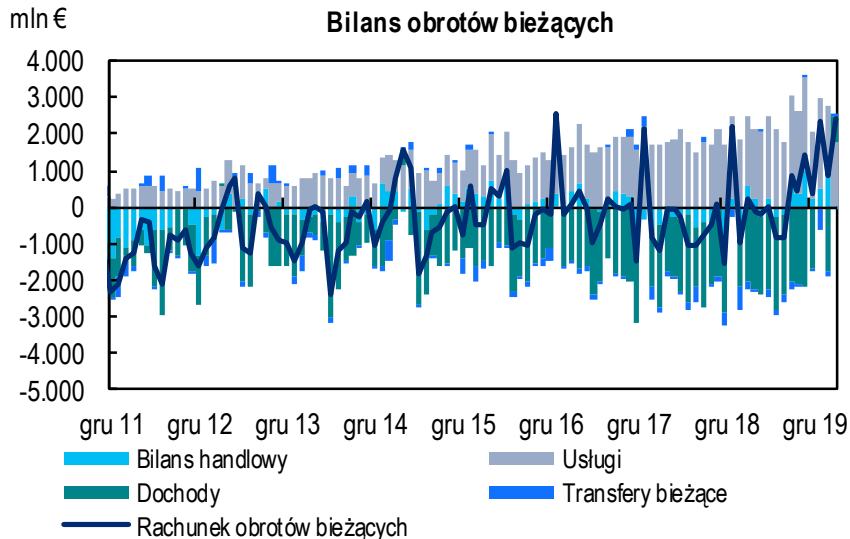
Polityka fiskalna



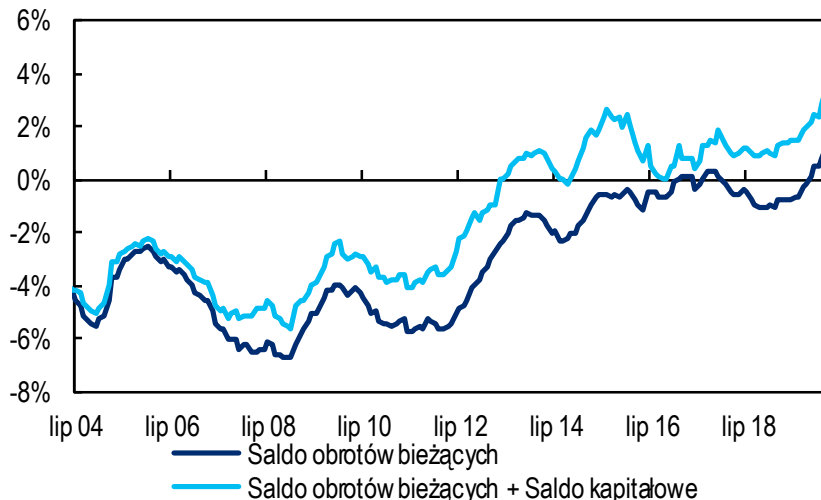
Deficyt prawdopodobnie sięgnie ok. 9%

- Deficyt budżetowy po kwietniu wzrósł do 18,9 mld zł z 9,4 mld zł. Wynikało to ze spadku dochodów o 15,7% i przyspieszenia wydatków do ok. 22%. Spadek dochodów podatkowych był głębszy i wyniósł ok. 31% (w tym CIT: -58%, PIT i podatki pośrednie: -22%). Spadek dochodów podatkowych mógł przynajmniej w części wynikać z programu rządowego umożliwiającego odroczenie płatności. Obniżenie dochodów podatkowych zostało zrównoważone przez wzrost dochodów niepodatkowych o 143% r/r (ok. 9 mld zł), w tym dochody ze sprzedaży praw do emisji CO₂.
- Wzrost wydatków wynikał z wyższej dotacji do ZUS (2,5 mld zł), subwencji dla samorządów (2,3 mld zł), rozszerzenia programu 500+ i wydatków związanych ze zwalczaniem skutków kryzysu.
- Sądzymy, że deficyt budżetowy może wynieść w tym roku nawet ponad 100 mld zł, a budżet może zostać znowelizowany w czerwcu lub lipcu. Tarcza Antykryzysowa zakłada wsparcie na poziomie ok. 11% PKB, w tym ok. 8% wsparcia gotówkowego z czego ok. 4% bezpośredniego kosztu dla budżetu w tym roku. Część z wydatków ma być pokryta przez środki z funduszy celowych (FUS, Fundusz Pracy, FGŚP i innych). Nasz bazowy scenariusz przewiduje wzrost deficytu sektora rządowego i samorządowego do 8,7% PKB w tym roku, co może stwarzać ryzyko przekroczenia limitów długu

Saldo obrotów bieżących



% PKB **Bilans obrotów bieżących oraz saldo rachunku kapitałowego**

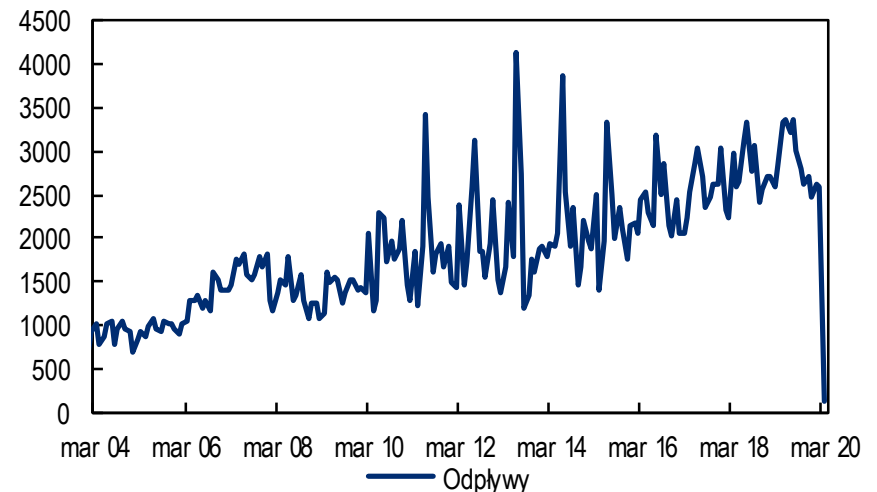


Wieloletnia nadwyżka w obrotach bieżących

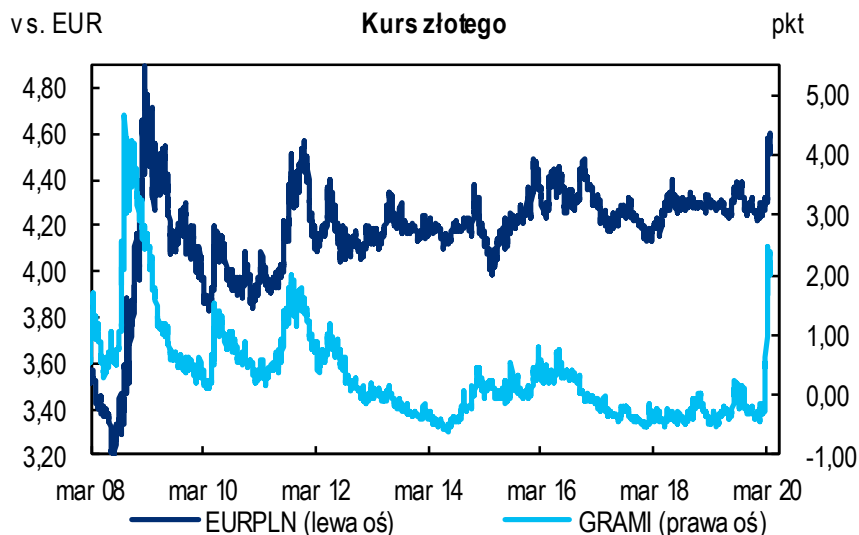
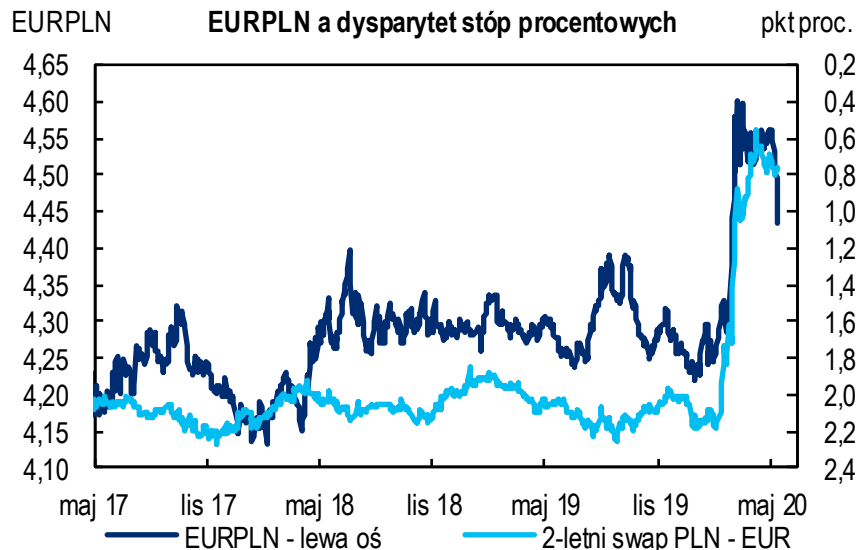
- Saldo obrotów bieżących wzrosło w marcu do 2,4 mld EUR z 0,9 mld EUR. Przy głębszym spadku eksportu (do -7,5% r/r) niż importu (do -4,5%). Za wzrost nadwyżki odpowiadał przede wszystkim bezprecedensowy spadek reinwestowanych zysków, co wynikało z pogorszenia wyników finansowych firm.
- Spodziewamy się dalszego wzrostu nadwyżki w obrotach bieżących do ok. 3% na koniec roku (z 1,3% po marcu) i jedynie powolnego spadku w kolejnych latach w związku ze spadkiem zysków firm i dywidend. Na rachunek kapitałowy pozytywnie wpływać może (od 2021 roku) napływ środków w ramach europejskiego Funduszu Odbudowy (ok. 38 mld EUR grantów według projektu KE).

mln EUR

Dochód pierwotny



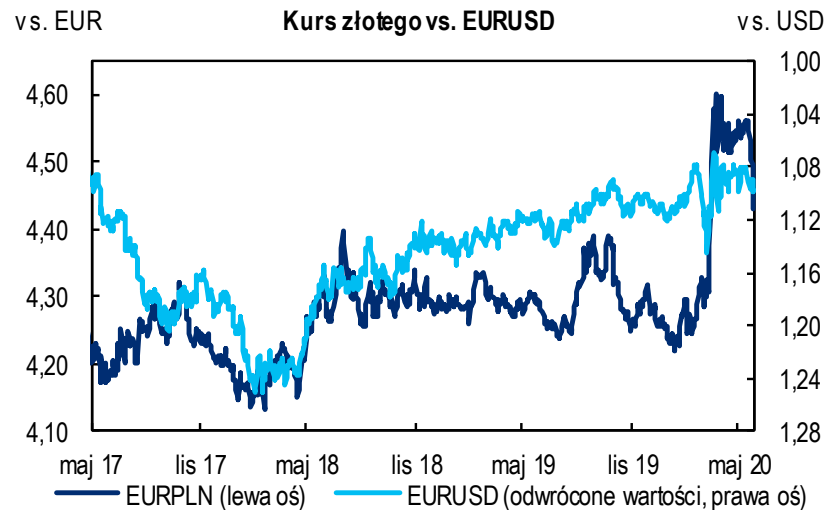
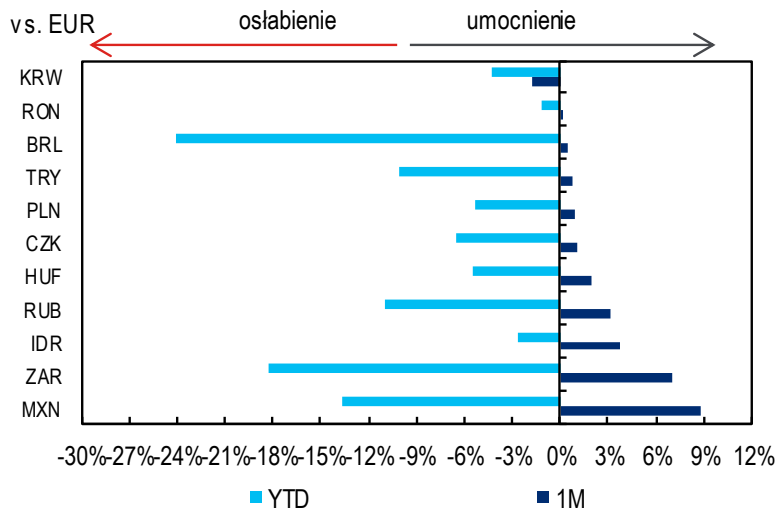
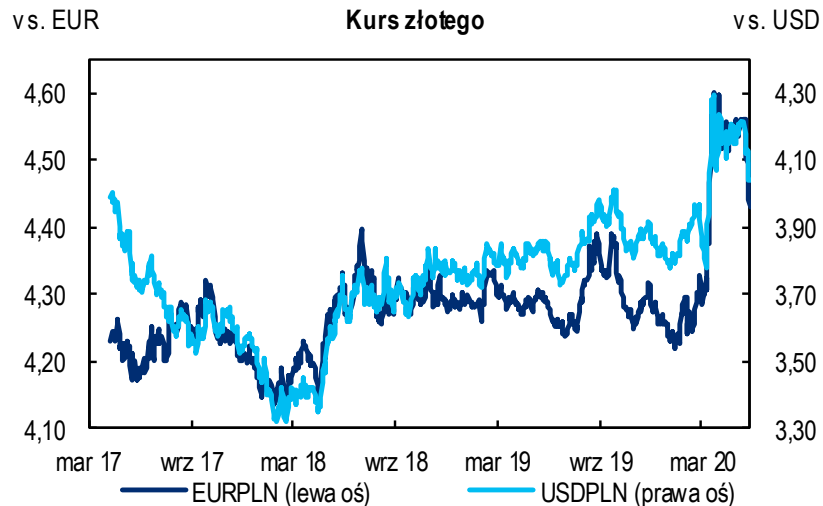
Rynek walutowy



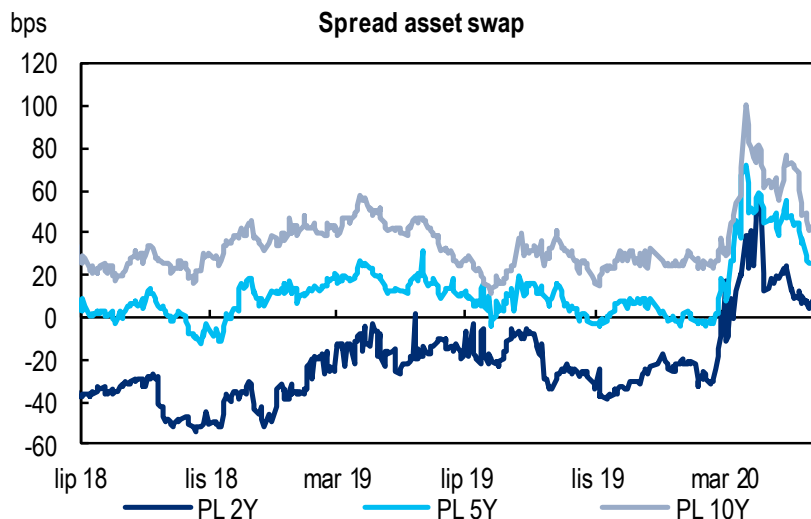
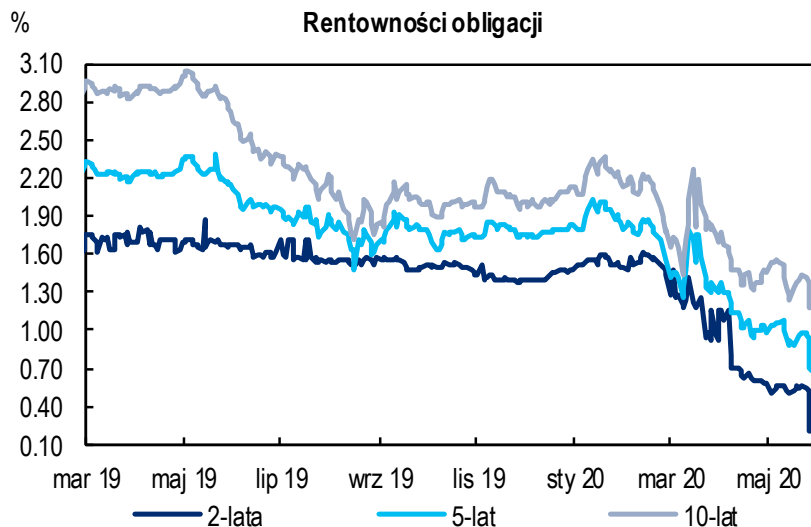
Złoty zaskakująco mocny

- Po stopniowej stabilizacji kursu EUR/PLN w przedziale 4,50-4,60 wobec euro od połowy marca do połowy maja, druga połowa maja przyniosła znaczne umocnienie złotego. Mogło ono przynajmniej w pewnym stopniu przyczynić się do decyzji RPP o obniżce stóp, po której złoty się osłabił.
- Naszym zdaniem niska zmienność na rynkach finansowych i wzrost apetytu na ryzyko, podobnie jak oczekiwane stopniowe umocnienie euro do dolara, mogą sprzyjać złotemu. Natomiast podtrzymujemy zdanie, że przy historycznie niskim poziomie stóp i minimalnej różnicy wobec euro wrażliwość kursu złotego na powyższe czynniki powinna być mniejsza niż w przeszłości. Jednocześnie sądzimy, że trudno oczekiwać, aby złoty miał się zbliżyć do poziomów sprzed kryzysu w szczycie recesji. Obniżka stóp może negatywnie wpłynąć na złotego, choć nie spodziewamy się znacznego osłabienia PLN dopóki NBP sterylizuje skup obligacji.
- Nie sądzimy, aby w ostatnich miesiącach NBP decydował się na interwencje walutowe. Dane NBP potwierdziły, że to operacje reverse repo odpowiadały za zmianę rezerw FX w marcu.

Przegląd rynku walutowego



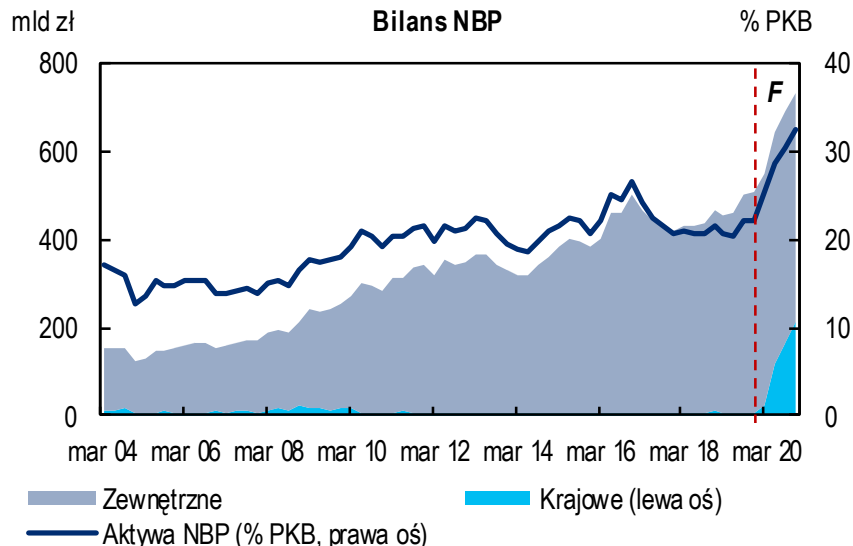
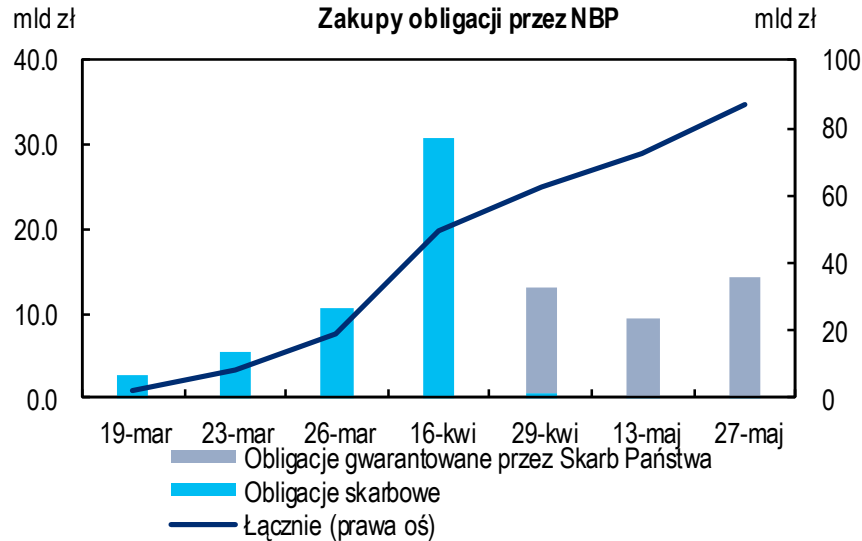
Rynek stopy procentowej



Dalsze spadki stóp dzięki NBP

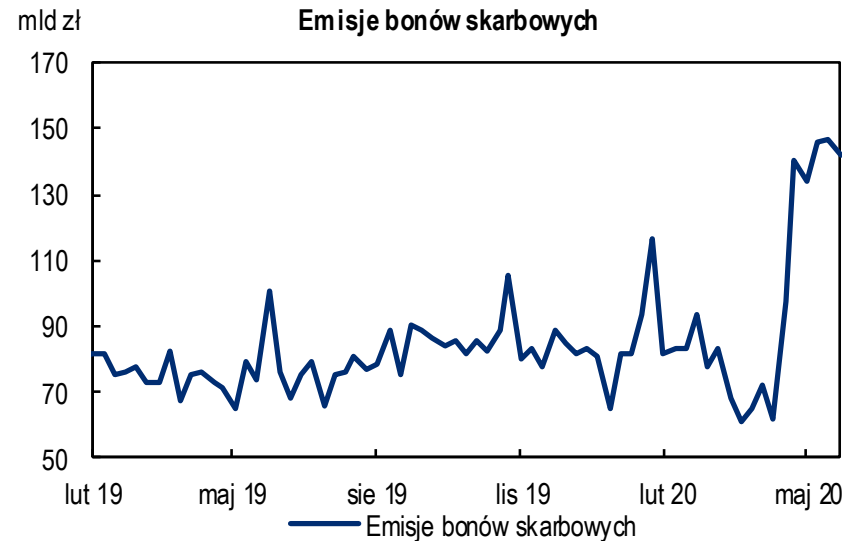
- Trend spadkowy stóp swap, który trwał od lutego do kwietnia, został zatrzymany w maju i stopy zaczęły stopniowo rosnąć. Ten ruch został jednak zatrzymany przez nieoczekiwaną obniżkę stóp procentowych, która wpłynęła na wszystkie segmenty rynku stopy procentowej. Analogicznie wyraźnym spadkiem zareagował rynek FRA oraz rynek obligacji.
- Mimo stopniowego wzrostu stawek swap w maju rentowności obligacji spadały, co było zasługą spadku spreadów kredytowych asset swap. Biorąc pod uwagę skalę kryzysu, spadek spreadów jest wyjątkowo szybki, nie tylko w Polsce, ale też w regionie, co częściowo odzwierciedla spadek zmienności na rynkach w reakcji na wyjątkowe szybkie działania rządów i banków centralnych. Jednocześnie prawdopodobnie korzystnie na rynek obligacji oddziałuje także obecność na rynku NBP, który kontynuuje program skupu aktywów.
- W związku z tym, że nie oczekujemy dalszych obniżek stóp NBP, stawki swap i FRA mogą lekko wzrosnąć i może dojść do lekkiego wystromienia krzywej swap. Jednocześnie naszym zdaniem istnieje jeszcze przestrzeń do obniżenia stawek asset swap.

Skup obligacji przez NBP

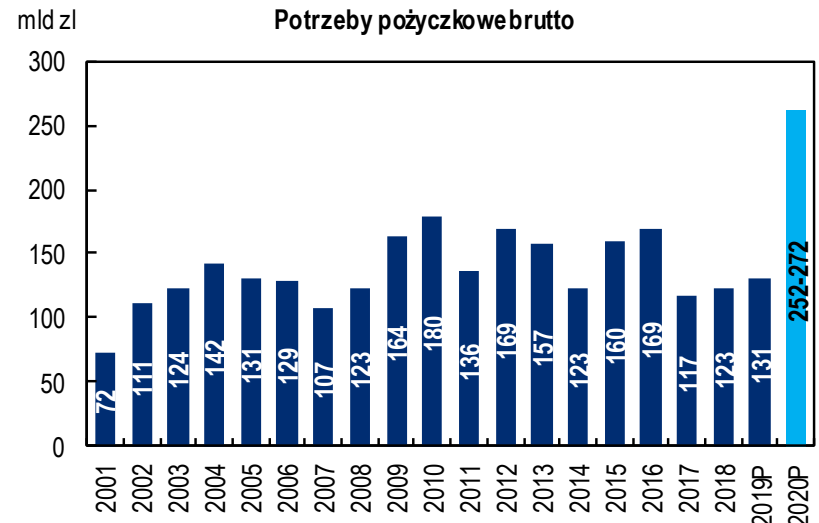
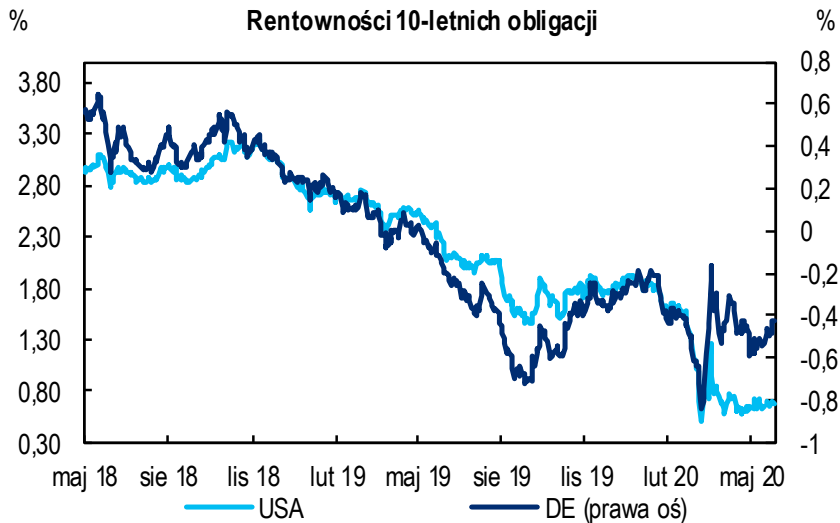
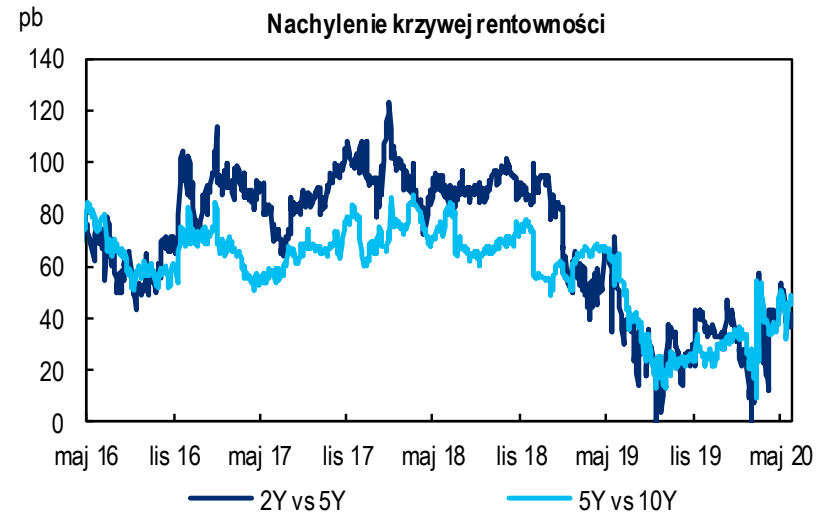
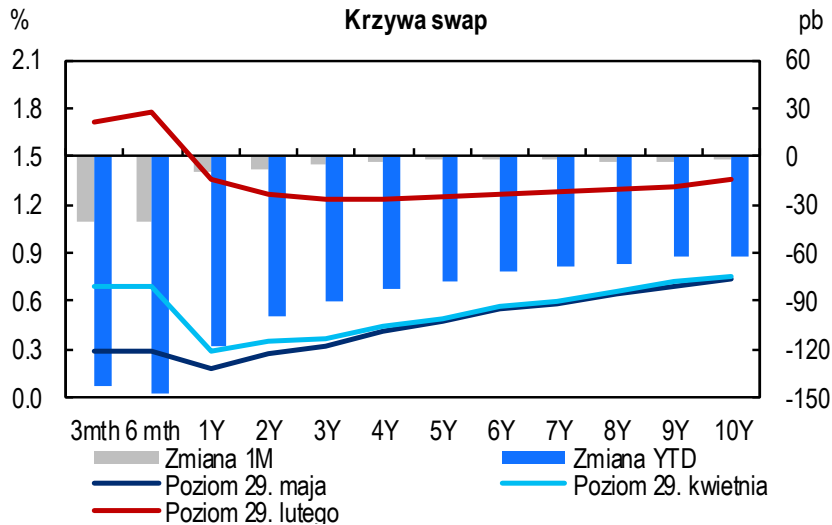


Program skupu aktywów dział

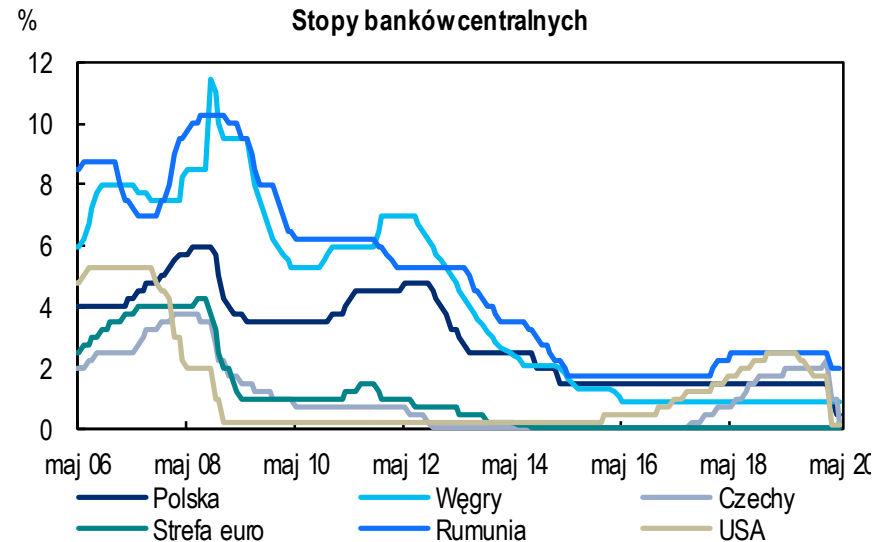
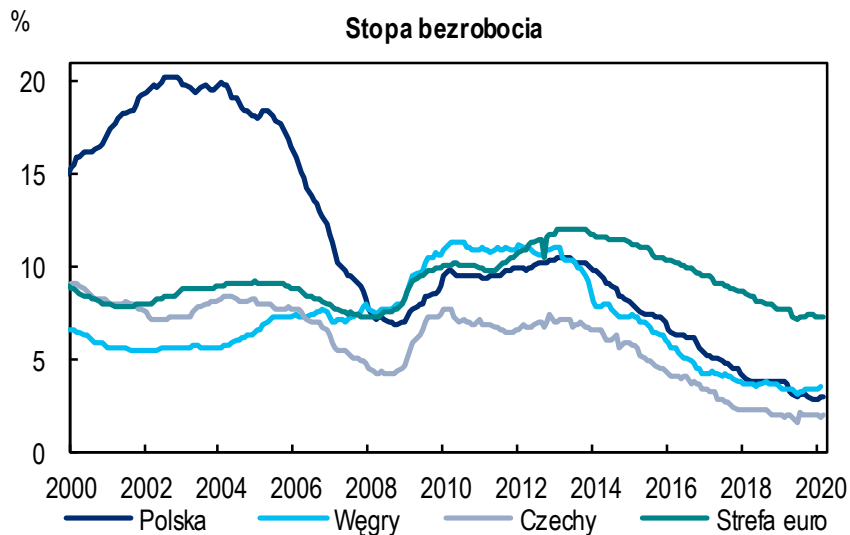
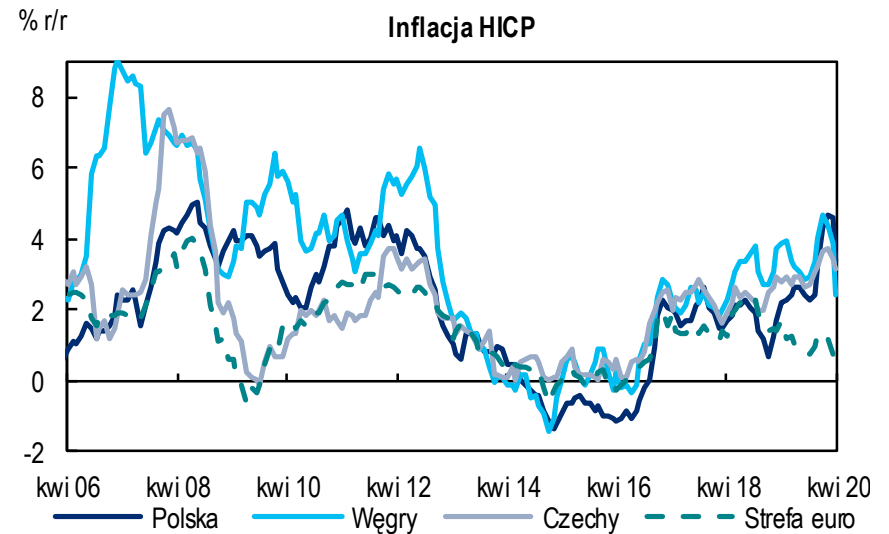
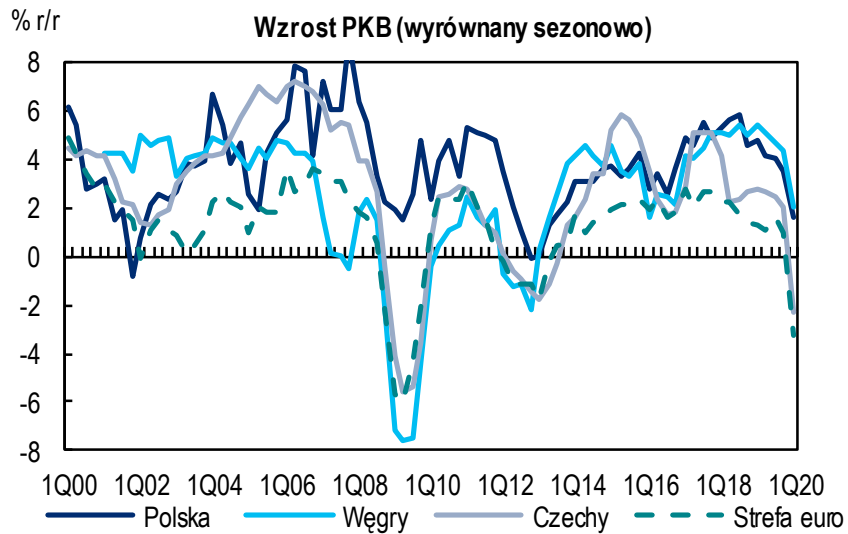
- Bank centralny skupił do tej pory obligacje za ok. 88 mld zł, w tym ok. 50 mld zł obligacji skarbowych. Na ostatnich trzech aukcjach bank centralny kupował głównie obligacje z gwarancjami Skarbu Państwa, a większość banków niechętnie sprzedaje obligacje skarbowe NBP ze względu na ich zwolnienie z podatku bankowego.
- Naszym zdaniem NBP może kupić obligacje za ok. 200 mld zł (10% PKB), w tym ok. 90 mld zł obligacji skarbowych przy emisji BGK i PFR w tym roku na poziomie ok. 200 mld zł. Bank centralny sterylizuje zwiększoną płynność na rynkach emisją bonów pieniężnych, co ogranicza negatywny wpływ operacji na złoto.



Przegląd rynku stopy procentowej



Długoterminowe wskaźniki makroekonomiczne



Globalne prognozy

	PKB			CPI			Stopy banku centralnego			Bilans obrotów bieżących			Saldo fiskalne*			Dług*		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Świat	2,7	-3,6	5,7	2,5	2,0	2,5	2,8	1,7	1,6	0,4	0,2	0,0	-2,9	-8,4	-4,3	86,8	100,8	101,8
Kraje rozwinięte	1,7	-5,4	5,2	1,3	0,7	1,6	1,2	0,2	0,2	0,0	-0,1	-0,4	-2,9	-10,2	-4,6	108,5	126,9	128,6
USA	2,3	-3,3	4,1	1,4	0,9	2,0	2,3	0,5	0,4	-2,3	-2,1	-2,5	-4,7	-13,2	-5,5	107,0	123,0	130,0
Japonia	0,7	-7,1	4,2	0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	3,4	3,3	3,1	-3,4	-11,5	-6,0	240,0	269,0	264,0
strefa euro	1,2	-7,0	7,3	1,2	0,6	1,5	0,0	0,0	0,0	2,5	2,6	2,4	-0,8	-5,3	-2,5	86,3	96,0	93,5
Niemcy	0,6	-5,4	6,7	1,4	1,2	1,8				7,3	8,7	9,2	1,2	-7,5	-2,2	58,9	71,7	70,3
Francja	1,3	-8,8	9,4	1,3	0,6	1,5				-0,7	-0,8	-0,8	-3,1	-9,3	-4,3	98,8	117,0	110,0
Włochy	0,3	-9,6	7,6	0,6	-0,1	0,9				3,0	3,4	3,0	-1,6	-10,9	-5,8	134,8	160,5	154,4
Hiszpania	2,0	-9,3	9,0	0,8	-0,2	1,4				1,9	1,9	-1,0	-2,6	-10,5	-6,3	95,5	116,2	112,9
Szwecja	1,3	-5,5	5,8	1,7	0,3	1,5	-0,3	0,0	0,0	3,9	3,7	4,2	0,4	-4,8	-1,7	35,9	43,0	41,3
Szwajcaria	0,9	-5,6	4,1	0,4	-0,5	0,1	-0,8	-0,8	-0,8	12,3	6,7	5,9	1,5	-6,0	-2,0	26,5	35,2	35,2
Wielka Brytania	1,4	-10,4	6,1	1,8	0,7	1,4	0,8	0,2	0,1	-3,8	-5,1	-5,2	-2,1	-11,4	-5,3	89,7	98,8	96,7
Kraje rozwijające się	3,8	-1,3	6,3	4,0	3,7	3,6	5,0	3,7	3,4	0,9	0,6	0,4	-2,9	-6,0	-3,9	58,3	66,4	67,4
Chiny	6,1	2,4	8,2	2,9	3,2	2,2	3,3	2,8	2,7	1,0	0,3	0,3	-2,8	-3,5	-2,8	77,9	90,0	90,2
Indie	4,7	-3,5	9,2	4,8	3,9	4,1	5,4	4,0	3,9	-0,7	0,6	-0,9	-7,4	-11,3	-7,9	72,6	85,4	84,6
Indonezja	5,0	-3,7	5,9	2,8	2,9	2,7	5,8	4,2	4,3	-2,7	-2,1	-2,4	-2,2	-6,3	-4,0	30,7		
Korea Płd.	2,0	0,2	3,1	0,4	0,5	1,4	1,4	0,6	0,7	3,7	3,8	3,9	-0,6	-4,1	-4,3	38,1	44,6	49,0
Czechy	2,6	-7,8	7,9	2,8	2,4	1,1	1,9	0,7	0,1	-0,3	-1,0	-0,8	0,3	-7,1	-4,8	31,2	40,6	42,9
Węgry	4,9	-6,3	5,5	3,3	3,1	3,5	0,9	0,9	0,9	-0,8	-1,7	-1,5	-1,8	-4,5	-3,0	66,9	74,9	72,2
Polska	4,1	-5,0	3,8	2,3	3,0	1,6	1,5	0,7	0,5	1,1	1,3	1,0	-0,7	8,7	7,9	43,8	55,1	58,6
Rumunia	4,1	-6,1	7,0	3,8	2,6	2,2	2,5	1,8	1,6	-4,6	-2,2	-3,5	-4,6	-9,5	-5,8	37,8	50,0	52,3
Rosja	1,3	-4,3	3,9	4,5	3,2	3,4	7,3	5,0	4,6	3,9	1,3	2,5	1,8	-4,0	1,2	17,8	20,5	21,3
Turcja	0,9	-4,1	4,4	15,2	11,7	13,5	20,6	11,4	14,6	1,2	-1,0	-0,9	-2,9	-6,1	-4,8	33,1	41,1	42,5
RPA	0,2	-10,1	2,9	4,1	2,7	3,5	6,6	4,0	3,6	-3,0	-0,2	-2,5	-6,5	-15,6	-14,5	62,2	77,6	93,0
Brazylia	1,1	-6,5	4,0	3,7	2,5	3,4	6,0	2,9	2,3	-2,7	-0,5	-1,3	-5,3	-14,9	-5,9	75,8	91,5	90,9
Meksyk	-0,1	-9,0	4,8	3,6	2,9	3,2	8,0	5,4	4,5	-0,2	1,3	0,3	-2,3	-7,7	-3,8	52,6	65,6	60,2

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2019						2020						
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	9,2	7,6	-2,6	5,8	-1,5	5,5	3,7	1,4	3,8	1,1	4,9	-2,4	-24,6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-3,6	-0,1	-5,8	2,8	-6,1	10,7	8,0	-5,8	-9,4	4,5	2,2	2,2	-25,5
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	9,7	7,7	-3,3	6,6	-1,6	5,8	3,8	0,2	3,8	1,9	5,7	-3,2	-27,5
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	17,4	9,6	-0,7	6,7	2,6	7,6	-4,0	-4,6	-3,3	6,5	5,5	3,7	-0,9
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	11,9	5,6	3,7	5,7	4,4	4,3	4,6	5,2	5,7	3,5	7,3	-9,0	-22,9
Stopa bezrobocia (%)	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,7
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4
Inflacja (% m/m)	1,1	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,8	0,9	0,7	0,2	0,0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	2,6	1,4	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,3
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,4	0,2	-0,5	0,1	0,3	0,4	-0,6	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,4	-0,6
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	6,3
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-158	-227	10	-824	-820	846	442	1.412	366	2.348	878	2.438	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,3	-0,1	0,1	0,5	0,5	0,8	1,3	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	228	-260	200	-269	-206	768	340	985	217	480	842	-69	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	19460	19580	18145	19051	17405	19933	21790	20615	16968	19362	19789	18763	-
Eksport (% r/r)	9,5	11,5	-2,4	6,4	-1,2	13,0	4,0	0,8	9,0	3,6	7,5	-7,5	-
Import f.o.b. (mln EUR)	19232	19840	17945	19320	17611	19165	21450	19630	16751	18882	18947	18832	-
Import (% r/r)	8,5	11,5	-5,3	6,7	-3,0	6,2	0,3	-3,5	-0,7	2,4	0,6	-4,5	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2019						2020						
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	10,4	9,9	9,3	9,9	9,9	9,4	9,3	9,4	8,3	9,3	9,4	11,8	14,0
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	11,8	11,7	11,1	10,9	11,3	11,1	10,2	10,2	9,3	9,1	8,6	9,2	10,0
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	8,2	7,5	6,7	8,4	7,2	7,7	9,6	9,2	10,1	13,0	13,2	18,1	18,0
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	6,9	6,1	6,0	6,8	6,8	7,2	6,4	6,3	6,0	6,6	6,5	6,9	6,4
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	6,6	4,2	4,0	4,3	5,2	3,7	2,9	3,8	2,1	2,8	2,2	4,1	-
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	1,00	0,50
WIBOR 3M (średnio)	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,44	0,93
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,17	0,68
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,61	1,54	1,40	1,19	1,30	1,24	1,06	1,01	1,04	1,16	1,36	0,87	0,52
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,69	1,67	1,62	1,56	1,57	1,52	1,44	1,40	1,49	1,49	1,44	0,92	0,59
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,35	2,11	1,98	1,89	1,68	1,78	1,73	1,75	1,83	1,80	1,56	1,30	0,98
EUR/PLN (koniec okresu)	4,28	4,28	4,24	4,29	4,38	4,37	4,26	4,31	4,26	4,30	4,33	4,55	4,54
USD/PLN (koniec okresu)	3,82	3,83	3,73	3,87	3,98	4,01	3,82	3,91	3,79	3,87	3,92	4,13	4,15
EUR/USD (koniec okresu)	1,12	1,12	1,14	1,11	1,10	1,09	1,12	1,10	1,12	1,11	1,10	1,10	1,10
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	0,1	2,2	5,0	4,8	2,0	1,8	3,2	1,9	13,7	-3,4	3,3	9,0	18,9
Def. budżetowy skum. (% planu)*	0,3%	7,6%	17,7%	16,8%	4,8%	4,3%	7,7%	4,5%	32,9%	plan = 0			

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/3)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	586	590	535	602
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.265	2.226	2.373
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.262	15.354	13.981	15.729
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	10,5	9,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-5,0	3,8
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-19,1	10,2
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-3,3	4,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-4,7	5,8
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-8,0	5,2
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-12,0	6,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,0	1,9
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,0	1,6
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	3,7	3,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,58	7,44	4,91	3,53	7,35	7,00	6,50	6,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,00	0,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,17	0,20
USD/PLN (Koniec okresu)	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,03	1,35	1,60
USD/PLN (Średnia)	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,80	4,14	3,81
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,84	4,11	3,98
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,26	4,59	4,49

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/3)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-5,9	2,8	16,3	16,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	0,5	3,0	2,7
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	2,7	15,1	13,3
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	257,8	225,9	249,5
Import	215,0	188,6	193,2	226,6	260,1	255,1	210,8	236,2
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	28,2	21,7	26,3
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-26,1	-16,7	-19,4
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	115,8	117,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,6	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-8,7	-7,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-7,6	-7,0
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	43,8	55,1	58,6

Prognozy długoterminowe

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,1	-5,0	3,8	3,2	2,7	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	2,3	3,0	1,6	2,4	2,6	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,5	3,0	2,7	2,0	1,7	1,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	0,00	0,00	0,25	1,00	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,80	4,14	3,81	3,63	3,38	3,18
USD/PLN (Średnia)	3,84	4,11	3,98	3,70	3,49	3,26
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,59	4,49	4,43	4,36	4,29
EUR/PLN (Średnia)	4,30	4,50	4,55	4,45	4,39	4,32

Prognozy dla gospodarki polskiej (3/3)

Wybrane prognozy kwartalne

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Wzrost PKB (r/r, realnie)	3,2	2,0	-9,0	-6,6	-5,7	-2,9	8,3	4,8	4,4	3,3	3,2	3,2	3,2
Konsumpcja indywidualna (r/r, realnie)	3,3	1,2	-11,6	-5,4	-3,6	-0,6	13,8	6,2	4,0	-	-	-	-
Inwestycje (r/r, realnie)	6,1	0,9	-27,8	-23,0	-19,4	-13,9	21,5	14,9	10,8	-	-	-	-
Inflacja CPI (r/r)	2,8	4,5	3,0	2,3	2,5	1,1	1,7	1,9	1,9	2,7	2,6	2,6	2,6
Stopa referencyjna NBP (koniec okresu)	1,50	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50	0,50
WIBOR3M (koniec okresu)	1,71	1,18	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,35	0,68	0,68

Źródło: GUS, NBP, Reuters, Citi Handlowy



Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

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

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego.



Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr. KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.