

CitiMonthly

Płytsza recesja, do normalności wciąż daleko

- Zestaw danych za maj przedstawia dosyć niejednoznaczny obraz. Po okresie lockdownu konsumenci chętnie wrócili do sklepów, ale przypuszczamy, że może to być częściowo efekt krótkotrwały, związany z odłożonym popytem. Inne wskaźniki – w tym produkcja przemysłowa i budowlana – nie uzasadniają nadmiernego optymizmu.
- Recesja w drugim kwartale będzie głęboka. Według naszych szacunków – uwzględniających już publikowane dane za kwiecień i maj oraz nasze prognozy na czerwiec – sprzedaż detaliczna w całym II kwartale zapewne spadnie o ponad 10% r/r, produkcja przemysłowa o około 16% r/r, a produkcja budowlana o około 3%.
- Pomimo naszego sceptycyzmu odnośnie szybkiego powrotu popytu krajowego do „normalności”, spodziewamy się, że zarówno II połowa 2020 oraz 2021 rok mogą odnotować silniejsze odbicie PKB niż wcześniej zakładaliśmy. Źródła tej poprawy upatrujemy w przypadku czynników zewnętrznych (głównie mniejszej skali recesji w Niemczech).
- Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, recesja w całym 2020 roku może być nieco płytsza niż szacowaliśmy i może wynieść około 4% r/r.
- RPP obniżyła stopy praktycznie do zera i obecnie aktywniej wypowiada się na temat kursu złotego. Naszym zdaniem rzeczywiste interwencje rynkowe, polegające na sprzedawaniu złotego przez NBP, mogłyby nastąpić dopiero po serii nieudanych interwencji werbalnych.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

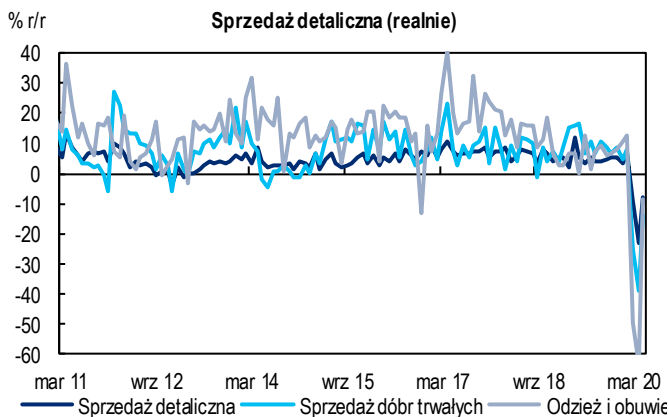
cezary.chrapek@citi.com

Powolny powrót do normalności

Dzięki publikowanym w ostatnich miesiącach danym dysponujemy w końcu informacjami, które pozwalają na lepszą ocenę stanu gospodarki w pierwszych dwóch miesiącach II kwartału. Dane obejmują zarówno kwiecień, gdy aktywność gospodarcza była praktycznie zamrożona, a także maj, gdy aktywność zaczynała się normalizować. Najnowsze informacje przyniosły lekki powiew optymizmu, głównie za sprawą mniejszego niż oczekiwano spadku sprzedaży detalicznej (-7,7% r/r) w maju. Ponieważ istotne odbicie odnotowano zarówno w przypadku sprzedaży sprzętu RTV/AGD, jak i odzieży, częściowo może to odzwierciedlać odłożony popyt, który wraz z otwieraniem centrów handlowych i znoszeniem innych obostrzeń przełożył się na zwiększone zakupy. Na tym etapie trudno precyzyjnie ocenić na ile ten wzrost był trwały, ale przypuszczamy, że istotna część ożywienia miała charakter przejściowy i czerwiec oraz lipiec pokażą już mniej dynamiczną poprawę.

Poza sprzedażą detaliczną, trudno doszukiwać się w krajowych danych optymistycznych sygnałów. W maju produkcja przemysłowa spadła o 17% r/r, a budowlana o 3,6% r/r. Z kolei dane o wysokiej częstotliwości za pierwsze tygodnie czerwca, w tym zużycie energii elektrycznej oraz informacje o przejazdach samochodów ciężarowych nie wskazują na istotne odbicie (wykresy 3-5). Na ich podstawie można wnioskować, że aktywność pozostaje na wyraźnie obniżonym poziomie, a poprawa jest bardzo powolna.

Wykres 1. Sprzedaż detaliczna w maju pozytywnie zaskoczyła...



Źródło: GUS, Citi Handlowy

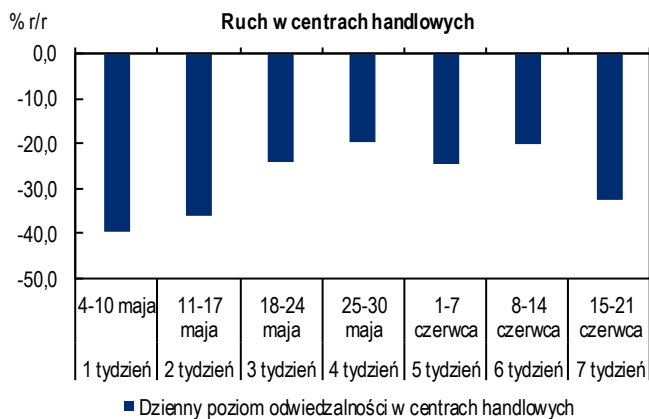
Wykres 2. ... jednak produkcja pozostaje na niskim poziomie



Źródło: GUS, Citi Handlowy

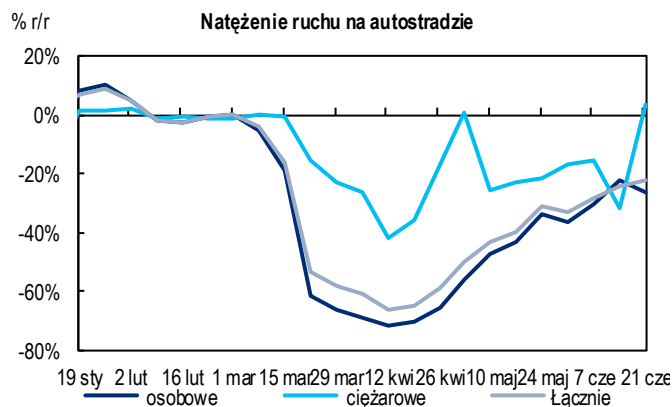
Zaskoczeniem dla nas jest jednak struktura ożywienia – liczyliśmy się raczej z pozytywnymi niespodziankami ze strony przemysłu i budownictwa, a nie sprzedaży detalicznej. Taka struktura jest niewątpliwie pozytywną informacją, ale naszym zdaniem popyt konsumpcyjny nie utrzyma się na wysokim poziomie, jeżeli w szybszym tempie nie będzie się odbudowywać produkcja przemysłowa, a produkcja budowlana nie ustabilizuje się. Te dwa czynniki są bowiem kluczowe, aby utrzymać zatrudnienie na w miarę stabilnym poziomie i uniknąć fali zwolnień.

Wykres 3. Ruch w centrach handlowych przestał rosnąć w połowie czerwca



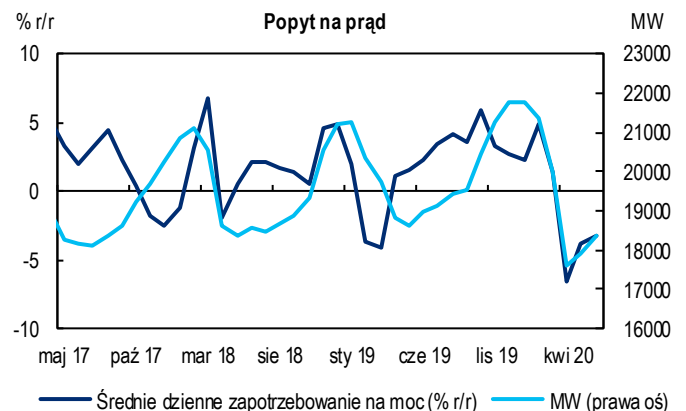
Źródło: PRCH, Citi Handlowy, *dane z 90-91 centrów i parków handlowych w Polsce, których łączna powierzchnia najmu wynosi 3,2 mln m kw., co stanowi reprezentację 26 proc. całości rynku, numer tygodnia od momentu otwarcia galerii

Wykres 5. Natężenie ruchu samochodów ciężarowych na autostradach wzrosło r/r w II połowie czerwca



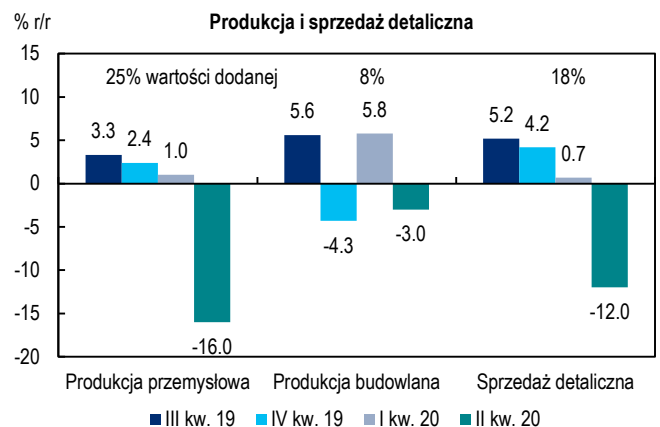
Źródło: Stalexport, Citi Handlowy, *dane dotyczą odcinka A4 Kraków-Katowice

Wykres 4. Popyt na prąd wzrósł w czerwcu nieznacznie wobec maja, ale wciąż spada ok. 8% r/r



Źródło: PSE, Citi Handlowy

Wykres 6. Pozytywna niespodzianka w sprzedaży detalicznej nie powinna przysłaniać tego, że cały II kwartał był wyjątkowo słaby,



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

W ciągu ostatnich trzech miesięcy zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło łącznie o 4,2% (dane po wyeliminowaniu sezonowości), co jednak na razie w dużym stopniu można przypisać przejściowemu ograniczeniu czasu pracy przez część firm oraz powszechniejszemu korzystaniu z zasiłków opiekuńczych w związku z zamknięciem przedszkoli i żłobków. Jest to powiązane z faktem przeliczania przez GUS danych o zatrudnieniu na pełne etaty, co automatycznie oznacza w przypadku ograniczonego czasu pracy zmniejszenie „pełnoetatowego” zatrudnienia. O ile tak liczone zatrudnienie spadło od lutego do maja o 272 tys. osób, liczba osób pracujących w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się o 102 tys. Należy pamiętać, że programy rządowe oraz programy BGK/PFR przyczyniły się do zamrożenia liczby pracujących na relatywnie wysokim poziomie. Z czasem, wraz z wygasaniem tych programów i wraz z utrzymywaniem się popytu krajowego na niskim poziomie, dostosowanie na rynku pracy może być kontynuowane. Ogólnie jednak wydaje się, że skala wzrostu bezrobocia może być mniejsza niż wcześniej zakładaliśmy, a odsetek bezrobotnych prawdopodobnie nie przekroczy w tym roku 9%.

II kwartał na głębokim minusie

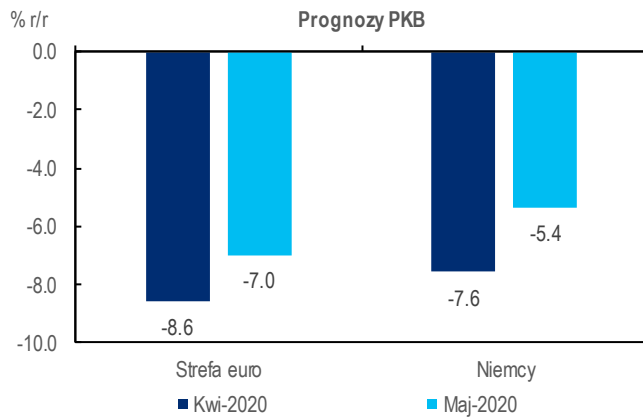
Jeżeli chodzi o prognozy PKB, co prawda dane o sprzedaży detalicznej dają podstawy do nieco większego optymizmu odnośnie II kwartału, jednak głęboki spadek PKB wydaje się nie do uniknięcia. Według naszych szacunków – uwzględniających już publikowane dane za kwiecień i maj oraz nasze prognozy na czerwiec – sprzedaż detaliczna w II kwartale zapewne spadnie o ponad 10% r/r, produkcja przemysłowa o około 16% r/r, a produkcja budowlana o około 3%. Biorąc pod uwagę, że wartość dodana w usługach rynkowych (m.in. hotelarstwo, transport, gastronomia, rozrywka) najprawdopodobniej odnotowała głębszy spadek niż w przypadku sprzedaży detalicznej, powyższe dane składają się na przynajmniej 8% r/r recesję w II kwartale.

Impuls wzrostowy z zagranicy?

Pomimo naszego sceptycyzmu odnośnie szybkiego powrotu popytu krajowego do „normalności”, spodziewamy się, że zarówno II połowa 2020 oraz 2021 rok mogą odnotować silniejsze odbicie PKB niż wcześniej zakładaliśmy. Źródła tej poprawy upatrujemy w przypadku czynników zewnętrznych – w szczególności większej stymulacji fiskalnej w Niemczech (więcej na temat w Komentarzu Specjalnym z 16 czerwca 2020 r.). Według naszych szacunków czynnik ten może poprawić dynamikę PKB w Polsce w bieżącym roku o około 1 pkt. proc. Jeżeli chodzi o 2021 rok, to pozytywny impuls powinien pochodzić również z inwestycji realizowanych w ramach nowego unijnego Funduszu Odbudowy. Fundusz ten, opiewający w ramach całej UE na 750 mld euro, został zaproponowany w celu wzmocnienia odbicia gospodarczego po pandemii. Dzięki niemu Polska ma w ciągu czterech lat otrzymać około 64 mld euro w formie grantów, co powinno z naddatkiem „zasypać” ubytki związane z mniej korzystnym budżetem UE (2021-2027). Nawet przy założeniu, że w przyszłym roku Polska będzie w stanie zrealizować połowę rocznej „alokacji” funduszy UE, może to dodać do całorocznego wzrostu ok. 0,9 pkt. proc.

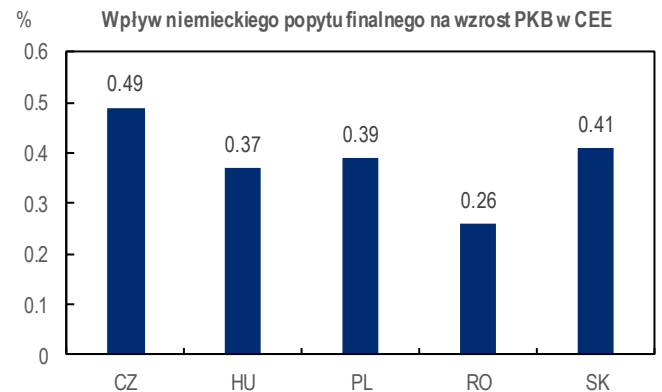
Biorąc pod uwagę powyższe czynniki oczekujemy, że spadek PKB w 2020 roku może być płytszy i wynieść około 4%, wobec -5% przed rewizją. Wynik ten zapewne zostanie osiągnięty przy głębokim, nawet dwucyfrowym, spadku inwestycji przedsiębiorstw, który dodatkowo będzie negatywnie wpływał na średnioterminowe tempo wzrostu w kraju. Główne zagrożenia dla wzrostu pozostają wciąż na horyzoncie, w tym możliwość ponownego pogorszenia się kondycji gospodarki (jako odłożony w czasie efekt zaburzeń popytu i upadłości firm), a także ryzyko ponownego wzrostu zachorowań w miarę zwiększania interakcji społecznych.

Wykres 7. Rewizje wzrostu w Niemczech i strefie euro...



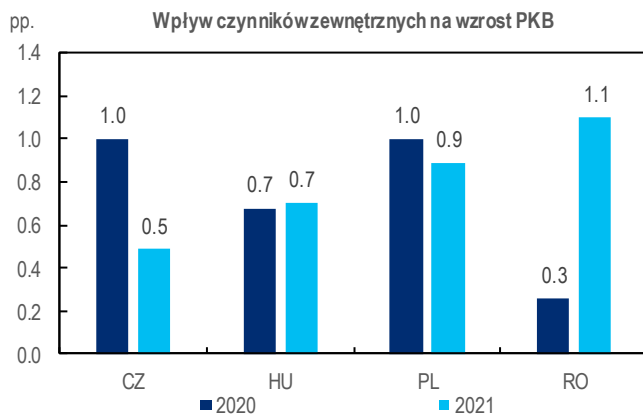
Źródło: Citi Handlowy, Eurostat

Wykres 8 ... zapowiadają wyższą dynamikę PKB w Polsce i innych krajach regionu



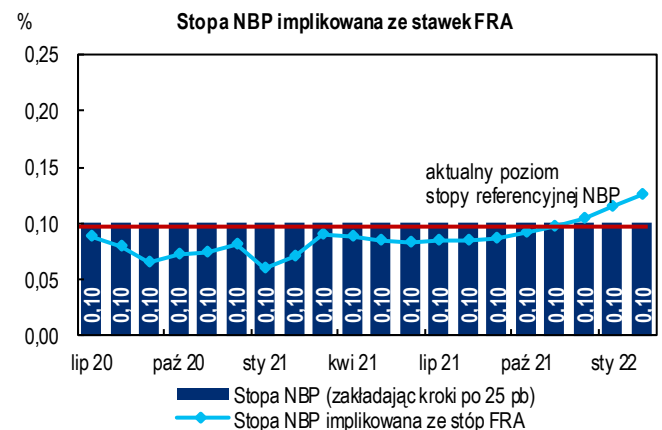
Źródło: Oliver Picek, Enno Schröder (2018) "Spillover effects of Germany's final demand on Southern Europe", The World Economy, August 2018. Uwaga: Wykres pokazuje wpływ poprawy niemieckiego popytu na wzrost PKB w krajach Europy Środkowej.

Wykres 9. Poprawa perspektyw w Niemczech może dodać do dynamiki PKB w Polsce ok. 1pp, a nowy Fundusz Odbudowy kolejne 0,9 pp w 2021 roku



Źródło: szacunki Citi Handlowy

Wykres 10. Rynek FRA częściowo wycenia szanse na kolejną redukcję stóp oraz podwyżki w 2022 r.



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Tabela 1. Wybrane prognozy kwartalne

	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21
Wzrost PKB	-8,1	-5,0	-4,75	-2,3	9,3	6,1	5,4
Konsumpcja	-9,6	-3,3	-1,4	1,4	13,6	6,2	4,0
Inwestycje	-20,9	-15,7	-12,8	-5,6	23,9	21,6	17,2
Bezrobocie rejestrowane (%)	6,3	7,5	9,0	9,2	8,5	8,4	8,4
Inflacja (średnio w kwartale)	3,0	2,4	2,5	1,2	1,8	1,9	1,9
Stopa referencyjna NBP	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
EUR/PLN (koniec okresu)	4,46	4,44	4,42	4,40	4,39	4,37	4,36
USD/PLN (koniec okresu)	3,88	3,86	3,81	3,76	3,72	3,67	3,66

Źródło: Reuters, GUS, prognozy Citi Handlowy

Polityka pieniężna i rynek walutowy

Czerwcową obniżkę stóp procentowych do poziomu 0,1% w praktyce wyczerpała przestrzeń do konwencjonalnego luzowania polityki monetarnej. Większość członków RPP wydaje się być przeciwko dalszym cięciom stóp,

gdyż wiązałoby się to z ich obniżaniem poniżej zera. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że w najbliższych miesiącach stopy pozostaną bez zmian, a bank centralny będzie koncentrował się głównie na dalszym skupie obligacji, zwiększając tym samym swój bilans i przyczyniając się do zwiększenia pieniądza rezerwowego (M0).

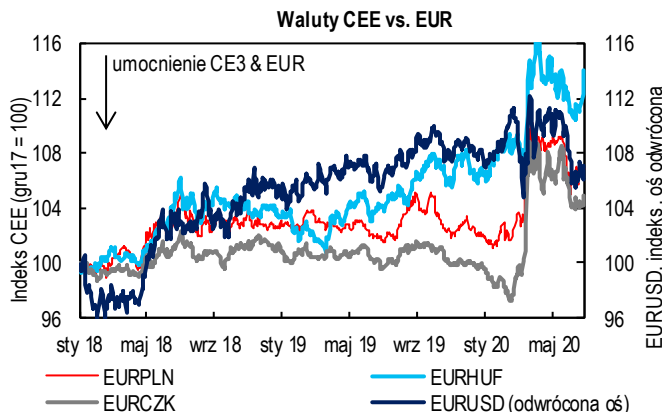
Pewną nowością w ostatnim komunikacie Rady Polityki Pieniężnej była wyraźna wzmianka o kursie złotego jako czynniku ograniczającego skalę ożywienia gospodarczego. Biorąc pod uwagę brak przestrzeni do dalszej redukcji stóp procentowych, przy jednoczesnym założeniu preferencji RPP do utrzymania ich na dodatnim poziomie, kanałem oddziaływania polityki monetarnej na inflację może być kurs walutowy (jednocześnie naszym zdaniem wpływ słabego złotego na PKB zapewne będzie znikomy, gdyż w sytuacji globalnego załamania popytu oraz zaburzeń łańcuchów dostaw poziom kursu ma niewielki wpływ na dynamikę krajowego eksportu).

Ponieważ w ostatnich miesiącach RPP nie organizowała konferencji prasowych po swoich posiedzeniach możemy się tylko domyślać, że umieszczenie kursu walutowego w komunikacie oznacza, że Rada preferowałaby słabszego złotego. Nie jest jasne na ile rzeczywiście kurs walutowy trafił do „funkcji reakcji” RPP, ale można przypuszczać, że gdyby złoty wciąż się umacniał pojawiłyby się kolejne interwencje werbalne ze strony RPP. Rzeczywiste interwencje rynkowe, polegające na sprzedawaniu złotego przez NBP, mogłyby nastąpić dopiero po serii nieudanych interwencji werbalnych. Przy tej okazji warto odnotować, że ze względów praktycznych działania w kierunku osłabienia PLN są dla NBP łatwiejsze do wykonania niż interwencje w kierunku umocnienia waluty, gdyż w tym pierwszym przypadku potencjał do interwencji jest – przynajmniej teoretycznie – nieograniczony. Dlatego NBP, o ile będzie gotowy do zdecydowanych działań, praktycznie zawsze ma możliwość osłabienia złotego.

O ile RPP niepokoi się siłą złotego, w czerwcu swoje obawy o słabość złotego wyraziło Ministerstwo Finansów. Taki rozdźwięk między NBP i MF to rzadkość, ale można przypuszczać, że resort jest zaniepokojony ryzykiem przekroczenia przez dług publiczny poziomu 55% na koniec tego roku. Biorąc pod uwagę te sprzeczne sygnały przypuszczamy, że złoty po prostu będzie zachowywał się podobnie do walut koszyka regionalnego, choć prawdopodobnie nieco lepiej niż forint w związku z nieoczekiwanym obniżeniem stóp przez tamtejszy bank centralny. Naszym zdaniem głównym czynnikiem wpływającym na kurs złotego będzie tempo ożywienia gospodarczego, a ponieważ oczekujemy głębokiej recesji w tym roku i stosunkowo późnego powrotu PKB do poziomu sprzed wybuchu epidemii (II poł. 2021 r.) sądzimy, że złoty utrzyma się na obecnych lub słabszych poziomach w najbliższych miesiącach. Biorąc pod uwagę zachowanie złotego w ostatnich kilku tygodniach sądzimy, że niski dysparytet stóp procentowych będzie oddziałował negatywnie na złotego przede wszystkim w okresach awersji do ryzyka i wzrostów zmienności na rynkach. Czynnikiem sprzyjającym walutom regionu w tym także złotemu w najbliższych miesiącach będzie oczekiwane dalsze umocnienie euro wobec dolara, na co wpływa spadek ryzyka destabilizacji i rozpadu strefy euro po przyjęciu programów pomocowych przez główne kraje UE i całą Unię oraz planowane uruchomienie Funduszu Odbudowy. Środki z funduszu odbudowy będą wspierać lokalne waluty także bezpośrednio. Te czynniki, podobnie jak rosnąca nadwyżka w obrotach bieżących, mogą ograniczać

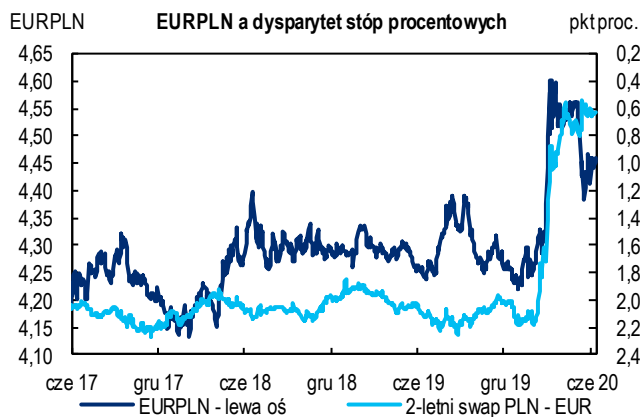
potencjał do osłabienia złotego w krótkim terminie i sprzyjać umocnieniu w dłuższym terminie.

Wykres 11. Walutom regionu sprzyjało osłabienie dolara



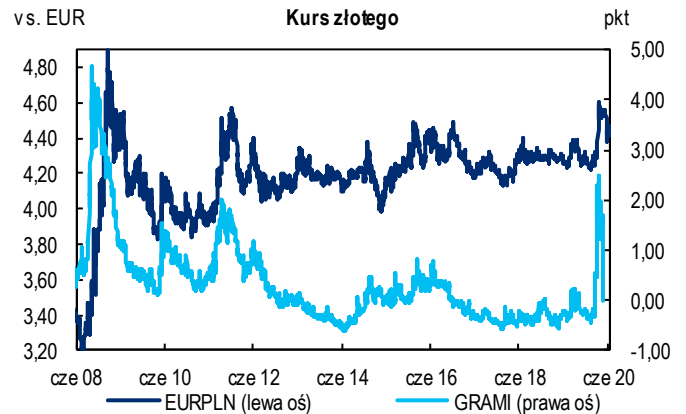
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 13. Niski dysparytet stóp procentowych wobec strefy euro może być istotniejszy przy wzroście awersji do ryzyka



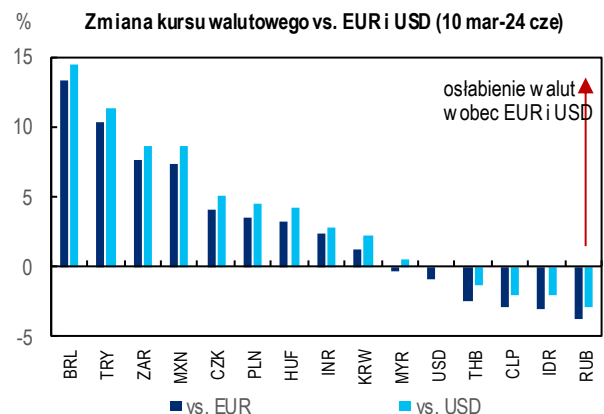
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 12. ... oraz wcześniejszy spadek zmienności rynkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 14. Zmiana kursu złotego od połowy marca jest zbliżona do zmiany dla walut regionu



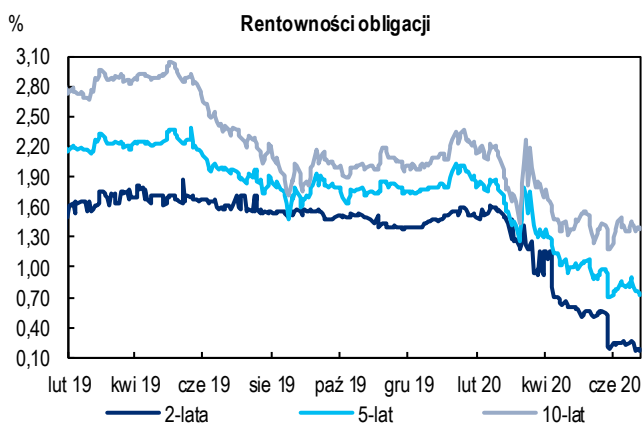
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Rynek stopy procentowej

Sądzymy, że rynkowe stopy pozostaną stosunkowo stabilne w najbliższych miesiącach i zaczną rosnąć na dłuższym końcu w dalszej części roku wraz ze stopniową poprawą aktywności gospodarczej. W ostatnim miesiącu doszło do wystromienia krzywej rentowności obligacji przede wszystkim za sprawą spadku rentowności krótkoterminowych (o 30-40 pb) po nieoczekiwanej obniżce stóp przez RPP. Spadek rentowności na długim końcu pod koniec maja był tymczasowy, a do ruchu w górę przyczyniło się m.in. rozszerzenie się spreadów kredytowych asset swap i przejściowo także wzrost stóp swap. Choć rynek FRA wycenia w niewielkim stopniu dalszą redukcję stóp, a w 2021 r. szanse na podwyżki, to sądzymy że pozostaną one stabilne prawdopodobnie do końca kadencji większości członków Rady w 2022 r. W perspektywie kolejnych miesięcy oczekujemy stopniowego wzrostu długoterminowych stóp swap i rentowności obligacji wraz ze wzrostem aktywności gospodarczej i oczekiwanym osłabieniem Bundów i obligacji amerykańskich. Jednocześnie wsparciem dla obligacji skarbowych może być program skupu obligacji przez bank centralny oraz finansowanie części programów antykrzysowych przez emisje BGK na

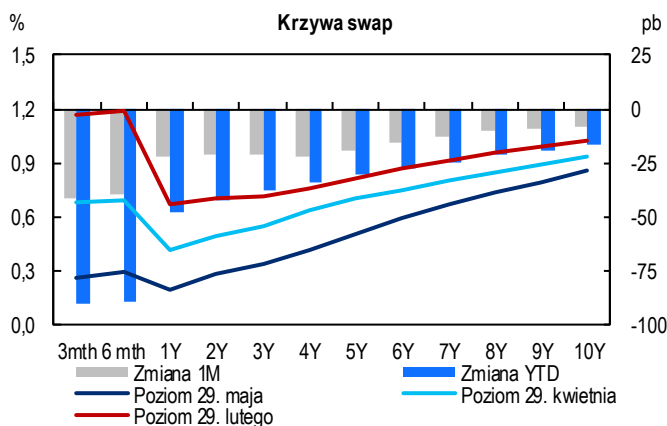
rzecz funduszu przeciwdziałania skutkom COVID, które mogą wynieść 100 mld zł i mogą ograniczyć skalę emisji obligacji skarbowych. W rezultacie spread asset swap może pozostać na stosunkowo niskich poziomach, a spready do Bundów mogą się jeszcze zawęzić. W dłuższym horyzoncie czasowym istotny może okazać się wynik wyborów prezydenckich, gdyż w kolejnej kadencji prezydent będzie miał prawo mianowania dwóch członków RPP oraz prezesa NBP. W przypadku zwycięstwa kandydata opozycji można spodziewać się z czasem zmiany układu głosów w RPP, z możliwie większym akcentem na jastrzębi ton nowych członków RPP (dopiero od 2022 r.).

Wykres 15. Rentowności obligacji spadły w ostatnim miesiącu o 30-40 pb na krótkim końcu krzywej



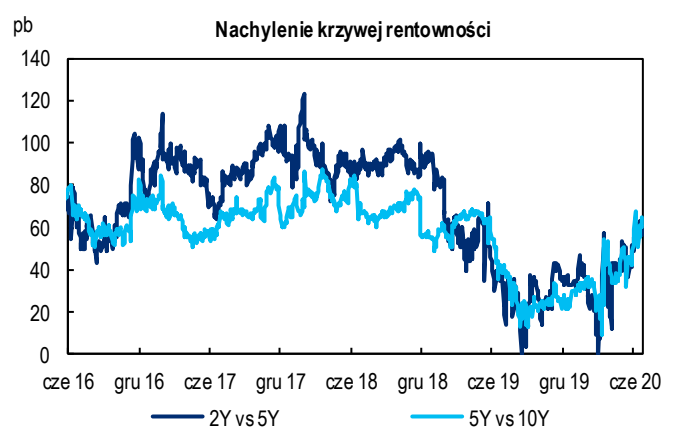
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 17. Stopy swap spadły przede wszystkim na krótki koniec krzywej



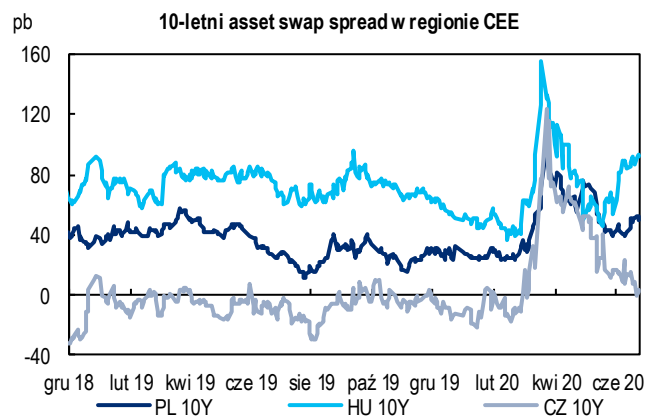
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Co doprowadziło do wystromienia krzywej obligacji



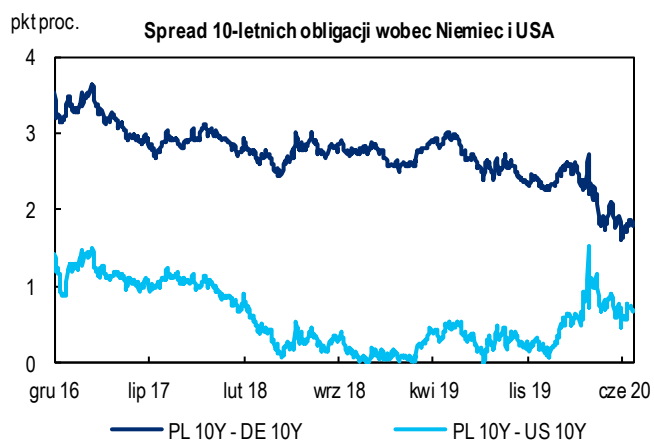
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Spadek spreadów asset swap został zahamowany



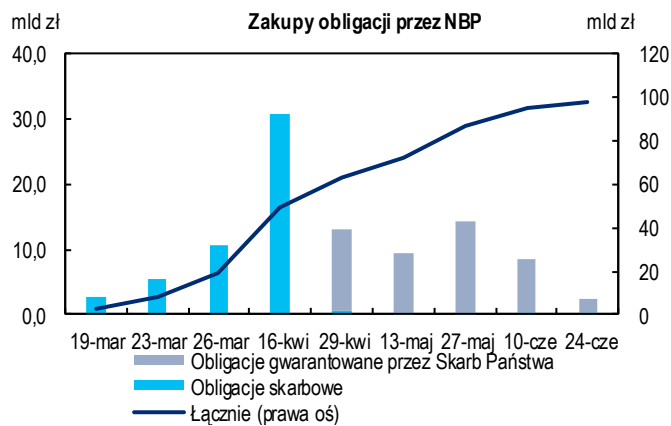
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 19. Spread wobec Bundów i amerykańskich Treasuries spadał w ostatnim miesiącu



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 20. NBP kupił obligacje skarbowe (ok 50 mld zł) i z gwarancją Skarbu Państwa (ok. 46,5 mld zł) w łącznej wysokości ok. 4,3% PKB.



Źródło: PAP, NBP, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 2. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2019							2020					
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7,6	-2,6	5,8	-1,5	5,5	3,7	1,4	3,8	1,1	4,9	-2,4	-24,6	-16,9
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-0,1	-5,8	2,8	-6,1	10,7	8,0	-5,8	-9,4	4,5	2,2	2,2	-25,5	10,1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	7,7	-3,3	6,6	-1,6	5,8	3,8	0,2	3,8	1,9	5,7	-3,2	-27,5	-18,6
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	9,6	-0,7	6,7	2,6	7,6	-4,0	-4,6	-3,3	6,5	5,5	3,7	-0,9	-5,1
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	5,6	3,7	5,7	4,4	4,3	4,6	5,2	5,7	3,5	7,3	-9,0	-22,9	-7,7
Stopa bezrobocia (%)	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9
Inflacja (% m/m)	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,8	0,9	0,7	0,2	0,0	-0,2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	1,4	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,3	-1,5
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,2	-0,5	0,1	0,3	0,4	-0,6	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,4	-0,6	0,0
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	7,7	5,3	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-227	10	-824	-820	846	442	1.412	366	2.348	878	2.438	1.163	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,3	-0,1	0,1	0,5	0,5	0,8	1,3	1,6	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-260	200	-269	-206	768	340	985	217	480	842	-69	-33	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	19580	18145	19051	17405	19933	21790	20615	16968	19362	19789	18763	13779	-
Eksport (% r/r)	11,5	-2,4	6,4	-1,2	13,0	4,0	0,8	9,0	3,6	7,5	-7,5	0,0	-
Import f.o.b. (mln EUR)	19840	17945	19320	17611	19165	21450	19630	16751	18882	18947	18832	13812	-
Import (% r/r)	11,5	-5,3	6,7	-3,0	6,2	0,3	-3,5	-0,7	2,4	0,6	-4,5	0,0	-
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,9	9,3	9,9	9,9	9,4	9,3	9,4	8,3	9,3	9,4	11,8	14,0	16,0
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	11,7	11,1	10,9	11,3	11,1	10,2	10,2	9,3	9,1	8,6	9,2	10,0	11,2
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7,5	6,7	8,4	7,2	7,7	9,6	9,2	10,1	13,0	13,2	18,1	18,0	24,6
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	6,1	6,0	6,8	6,8	7,2	6,4	6,3	6,0	6,6	6,5	6,9	6,4	4,8
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	4,2	4,0	4,3	5,2	3,7	2,9	3,8	2,1	2,8	2,2	4,1	3,9	1,9
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	1,00	0,50	0,50
WIBOR 3M (średnio)	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,44	0,93	0,48
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,17	0,68	0,28
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	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.)	1,67	1,62	1,56	1,57	1,52	1,44	1,40	1,49	1,49	1,44	0,92	0,59	0,24
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,11	1,98	1,89	1,68	1,78	1,73	1,75	1,83	1,80	1,56	1,30	0,98	0,95
EUR/PLN (koniec okresu)	4,28	4,24	4,29	4,38	4,37	4,26	4,31	4,26	4,30	4,33	4,55	4,54	4,44
USD/PLN (koniec okresu)	3,83	3,73	3,87	3,98	4,01	3,82	3,91	3,79	3,87	3,92	4,13	4,15	4,00
EUR/USD (koniec okresu)	1,12	1,14	1,11	1,10	1,09	1,12	1,10	1,12	1,11	1,10	1,10	1,10	1,11
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	2,2	5,0	4,8	2,0	1,8	3,2	1,9	13,7	-3,4	3,3	9,0	18,9	25,9
Def. budżetowy skum. (% planu)*	7,6%	17,7%	16,8%	4,8%	4,3%	7,7%	4,5%	32,9%			plan = 0		

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	586	590	570	646
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,720	1,800	1,861	1,989	2,116	2,265	2,249	2,418
PKB per capita (USD)	14,200	12,421	12,288	13,734	15,262	15,354	14,883	16,861
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	9,0	8,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-4,0	4,7
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-13,1	16,1
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-2,1	4,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-3,2	6,1
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-7,9	5,3
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-9,1	6,5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,2	1,9
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,1	1,7
Plące nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	3,0	3,6
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	0,10	0,10
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,29	0,31
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,03	1,50	1,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,80	3,86	3,67
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,84	3,95	3,76
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,26	4,44	4,37
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,43	4,40
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-5,9	2,8	17,3	17,2
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	-8,3	-7,6
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-7,2	-6,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	43,8	54,3	57,0

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 4. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,3	4,1	-4,0	4,7	3,2	3,0	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,1	1,7	2,4	2,6	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,0	0,5	3,0	2,7	2,0	1,7	1,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	0,10	0,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,74	3,80	3,86	3,67	3,57	3,41	3,19
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,95	3,76	3,63	3,45	3,30
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,26	4,44	4,37	4,35	4,33	4,30
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,43	4,40	4,36	4,34	4,32

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

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

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakkolwiek 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 jakkolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany

w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.
