

CitiMonthly

Wzbera druga fala

Piotr Kalisz, CFA,
Cezary Chrapek, CFA
Październik 2020

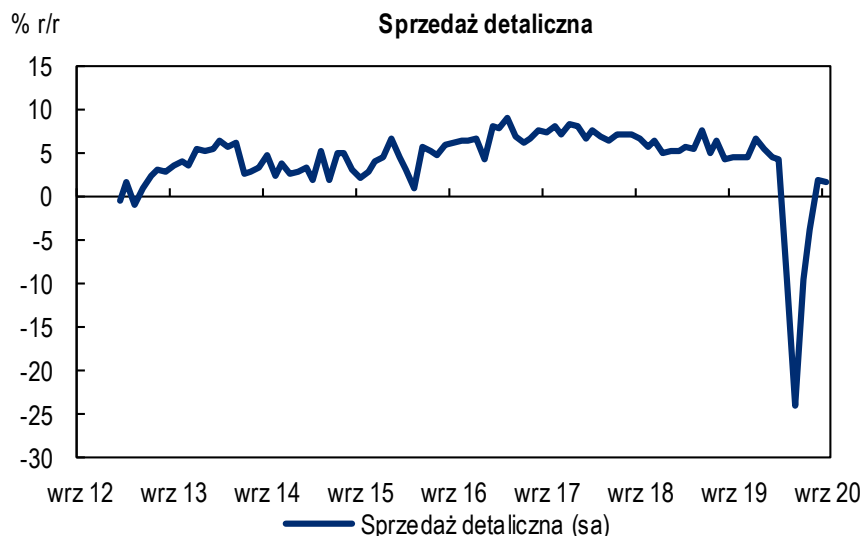
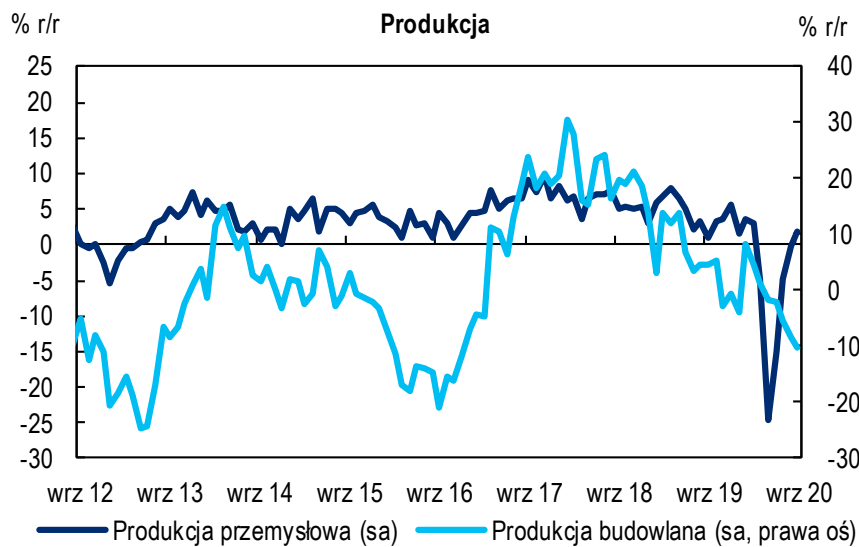
www.citihandlowy.pl
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

 **citi handlowy**[®]

Podsumowanie

- Miesięczne dane obejmujące łącznie lipiec-wrzesień okazały się znacznie lepsze od wcześniejszych przewidywań. Nasze szacunki sugerują, że w III kwartale gospodarka wzrosła o około 8% kw/kw, odrabiając znaczna część strat z II.
- Dane za III kwartał stanowią migawkę z przeszłości, która już jednak nie jest dobrym wskaźnikiem tego, jak będzie wyglądać końcówka roku. Druga fala pandemii, która przybrała na sile na przełomie września i października zmienia bowiem perspektywy na kolejne miesiące.
- W odpowiedzi na rozwój epidemii i rosnące obciążenia służby zdrowia rząd wprowadził serie coraz dalej idących restrykcji. Szacujemy, że w całym IV kwartale PKB może spaść o około 4% kw/kw. W przypadku pełnego lockdownu recesja byłaby głębsza.
- W odpowiedzi na szok pandemiczny polityka pieniężna została już wyraźnie poluzowana i sądzimy, że będzie pełniła przede wszystkim rolę wspierającą dla polityki fiskalnej.
- Kluczowym działaniem w ramach polityki pieniężnej może być dalszy skup obligacji przez NBP.
- Polityka fiskalna pozostanie luźna i będzie najważniejszym narzędziem stabilizacji gospodarki.
- Naszym zdaniem trwająca jesienna fala zachorowań w Polsce i ryzyko dalszych restrykcji z negatywnym wpływem na PKB będą przyczyniać się do utrzymania złotego na słabych poziomach także w kolejnych tygodniach.

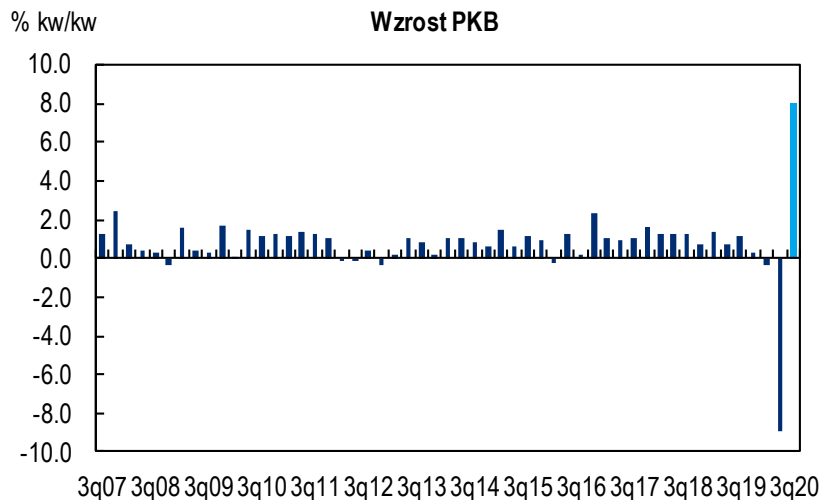
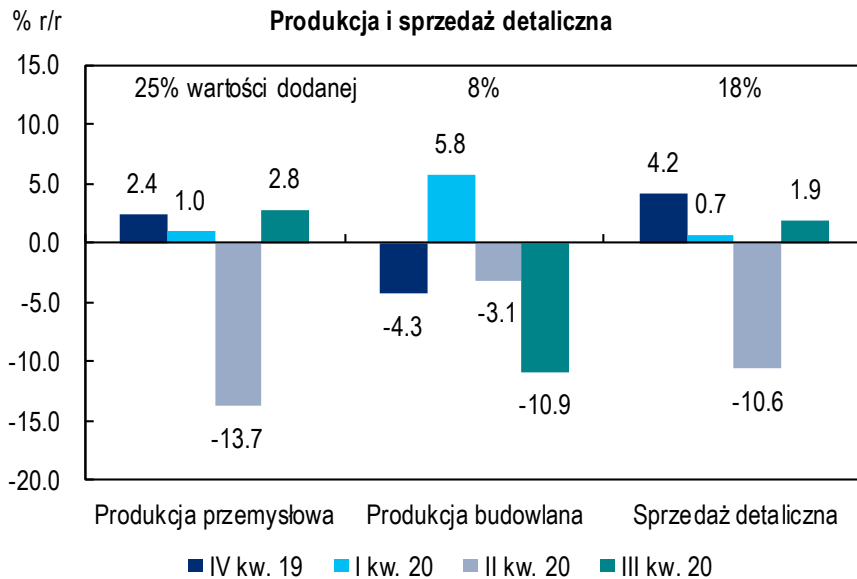
Letnia normalizacja



Lepsze zakończenie lata

- Dane za wrzesień z gospodarki realnej zaskoczyły pozytywnie i potwierdziły szybkie odreagowanie po zapaści w II kwartale.
- Produkcja przemysłowa wzrosła o 5,9%, a więc szybciej niż 1,5% w sierpniu. Do pewnego stopnia na lepszy wynik produkcji wpływ miał efekt kalendarzowy, który mógł być niedoszacowany w wyniku wpływu epidemii na dane z ostatnich miesięcy. Po korekcie o czynniki sezonowe produkcja wzrosła o 3,6% r/r, wobec 1,8% w sierpniu. Produkcja w przetwórstwie przemysłowym przyspieszyła aż do 7,2% r/r z 2%.
- Z kolei sprzedaż detaliczna wzrosła o 2,5%, (wobec 0,5% w sierpniu), przy dobrym wyniku sprzedaży dóbr trwałych. Na perspektywy sprzedaży detalicznej korzystnie oddziaływało stosunkowo niewielkie pogorszenie sytuacji na rynku pracy, wsparcie rządowe i wzrost stopy oszczędności.
- Spośród wskaźników, dla których dostępne są dane o wysokiej częstotliwości najslabiej wypadła produkcja budowlana, która spadła o 9,8% r/r. Biorąc pod uwagę prawdopodobne opóźnienie w rządowych programach inwestycyjnych oraz utrzymanie 5-7% r/r spadków za pierwsze dziewięć miesięcy roku w wydanych pozwoleniach na budowę i rozpoczętych inwestycjach budowlanych, perspektywy dla produkcji budowlanej są dosyć słabe.

Silne odbicie w III kwartale

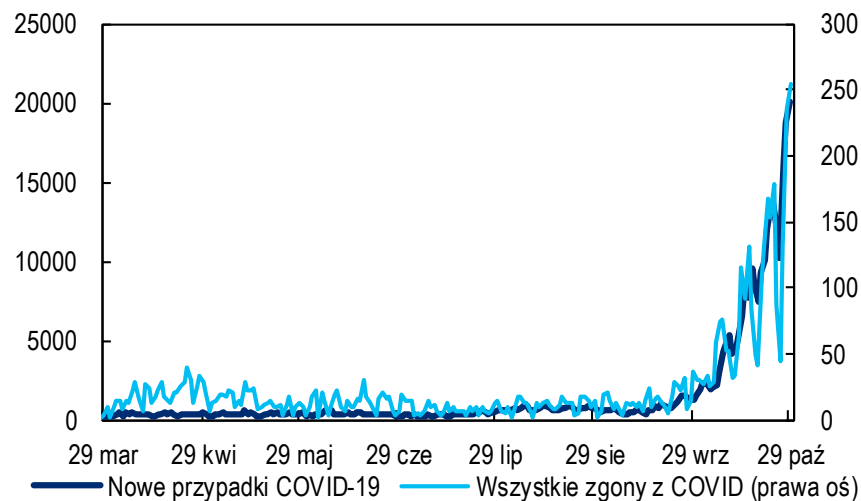


Wzrost o około 8%?

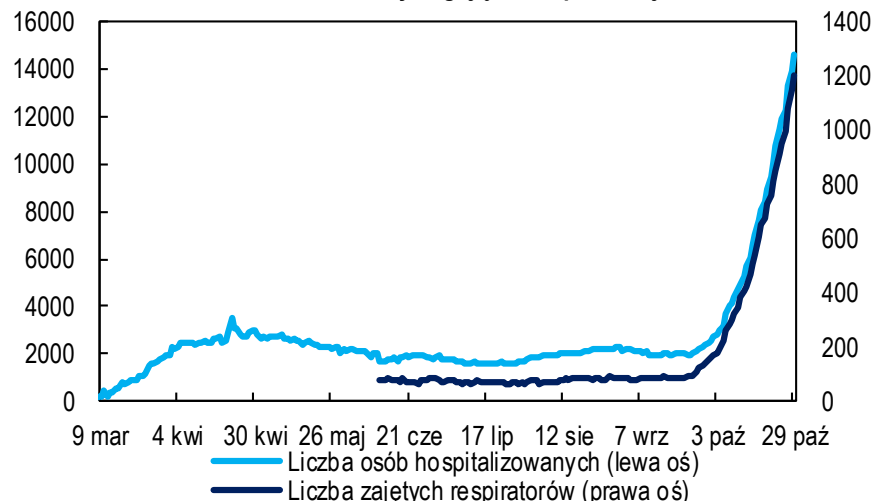
- Miesięczne dane obejmujące łącznie lipiec-wrzesień okazały się znacznie lepsze od wcześniejszych przewidywań. Pokazują one, że w skali całego kwartału zarówno produkcja przemysłowa, jak i sprzedaż detaliczna były wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku.
- Powrót do “normalności” postępował szybko wraz z udrażnianiem łańcuchów dostaw i otwarciem gospodarki po wiosennym lockdownie. Jednocześnie w danych za III kwartał nie ujawniły się jeszcze efekty pogarszającej się sytuacji epidemicznej, które stały się widoczne dopiero w drugiej połowie września.
- Nasze szacunki sugerują, że w III kwartale gospodarka wzrosła o około 8% kw/kw, odrabiając znaczną część strat z II kwartału, gdy spadek wyniósł 9%. W ujęciu rok-do-roku oznaczałoby to spadek PKB w niewielkiej skali, o około 1,2% r/r. O skali pozytywnej niespodzianki może świadczyć fakt, że formułowane jeszcze w maju-czerwcu prognozy zakładały wzrost o zaledwie ~4% kw/kw w III kwartale.
- Dane za III kwartał stanowią migawkę z przeszłości, która już jednak nie jest dobrym wskaźnikiem tego, jak będzie wyglądać końcówka roku. Druga fala pandemii, która przybrała na sile na przełomie września i października zmienia bowiem perspektywę na kolejne miesiące.

Jesienna fala nadeszła

Nowe przypadki COVID-19



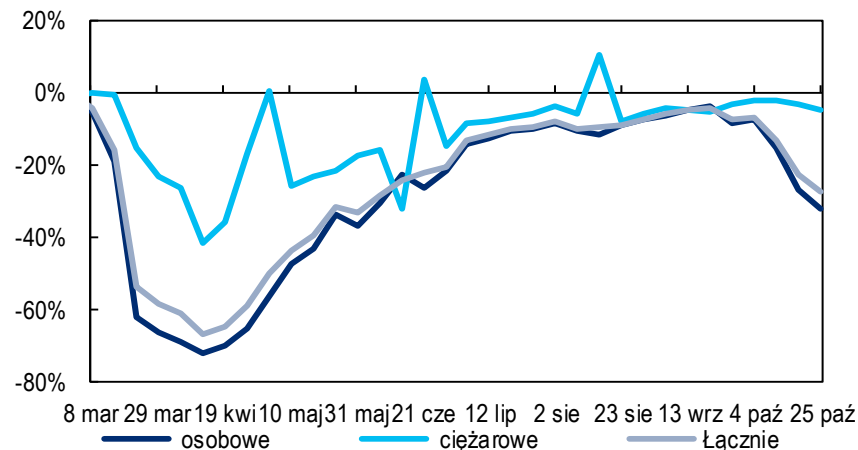
Zachorowania wymagające hospitalizacji



Szok pandemiczny

- Istotny wzrost potwierdzonych przypadków COVID nastąpił w połowie września, a następnie z 1-2 tygodniowym opóźnieniem szybko zaczęła rosnąć również liczba zgonów.
- Początkowo działania mające na celu spowolnić rozprzestrzenianie się COVID-19 miały charakter punktowy i regionalny. Z czasem jednak obciążenie służby zdrowia (mierzone hospitalizacjami oraz użyciem respiratorów) wzrosło do poziomów, które wymogły wprowadzenie dalej idących restrykcji.
- Nawet zanim je wprowadzono, uwidoczniły się już efekty dystansowania społecznego - spadek mobilności społecznej, mniejszy ruch na autostradach oraz pogorszenie nastrojów konsumentów.

% r/r Natężenie ruchu na autostradzie

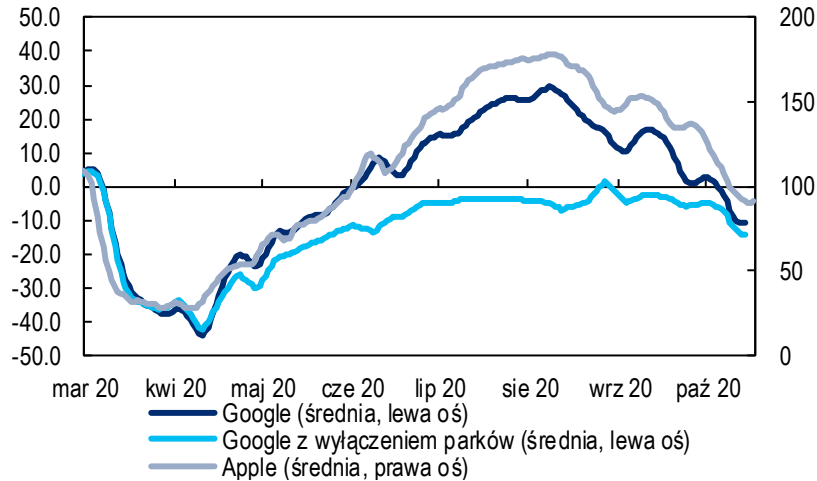


Mniejsza mobilność, gorsze nastroje

vs. 6.01-3.02

Indeksy mobilności

3.01=100



% r/r

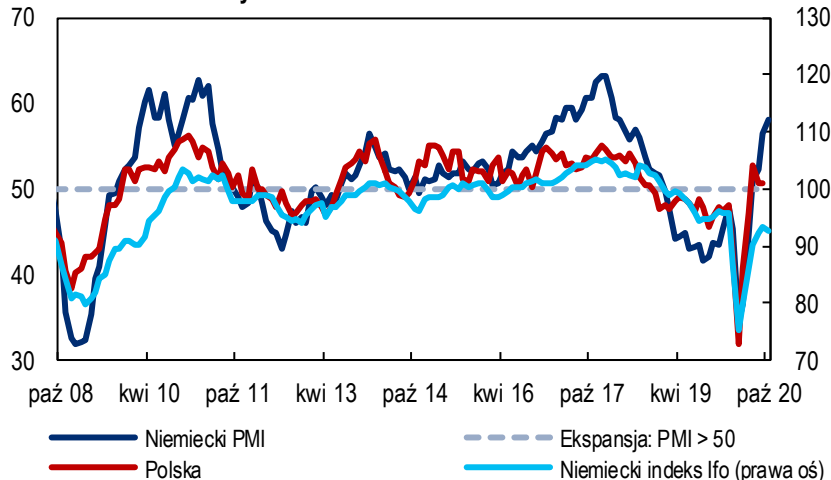
Ruch w centrach handlowych



pkt

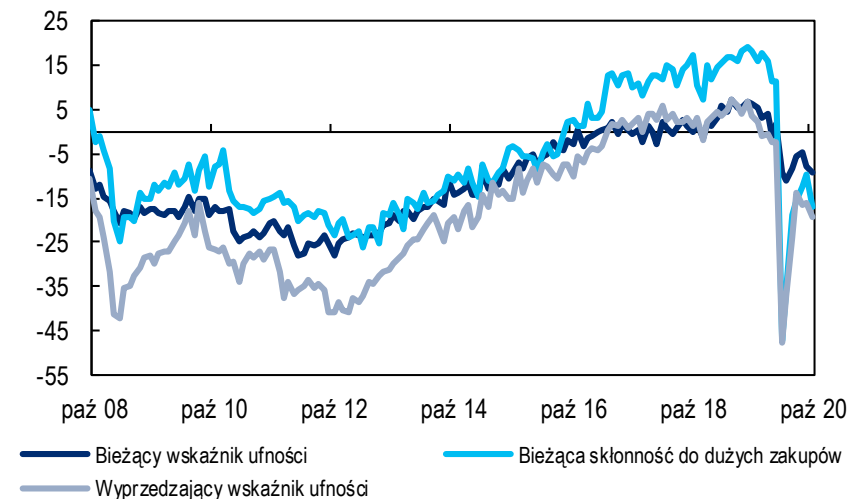
Indeksy PMI dla Polski i Niemiec vs. indeks Ifo

pkt



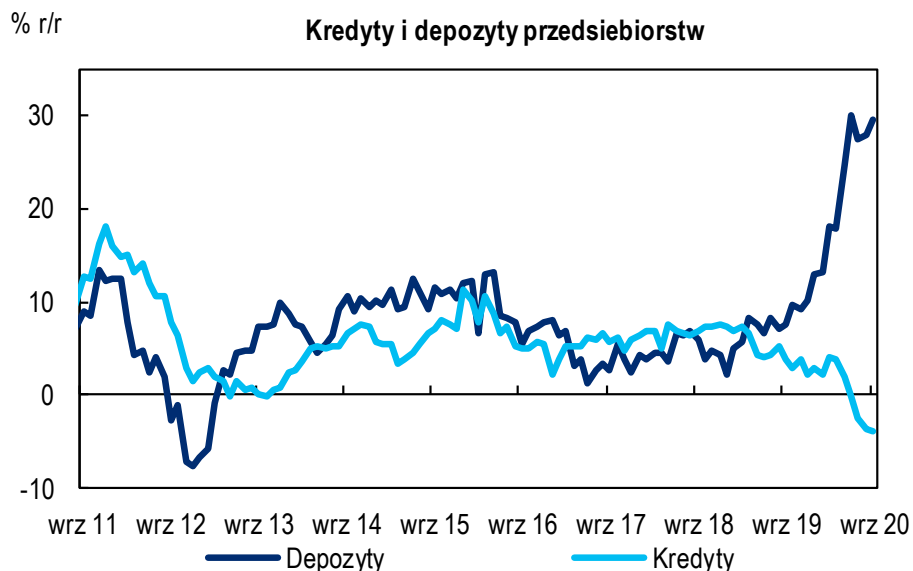
%

Zaufanie konsumentów



Nowe restrykcje coraz dotkliwsze

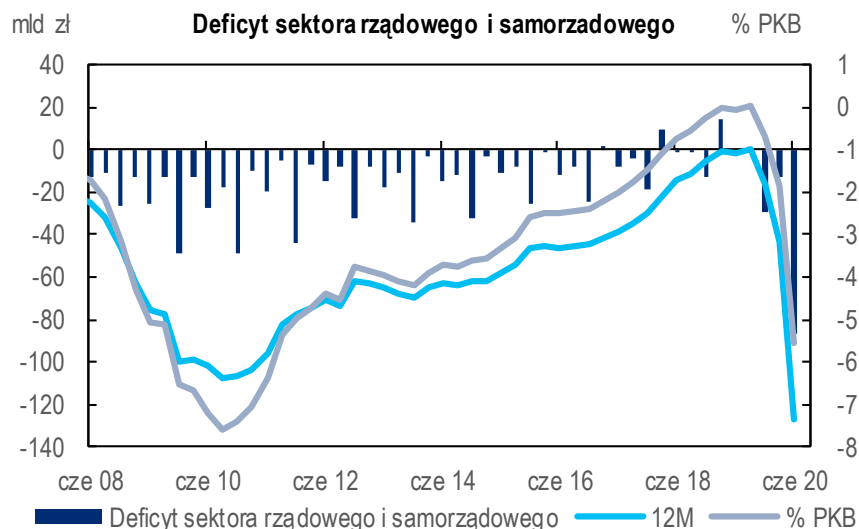
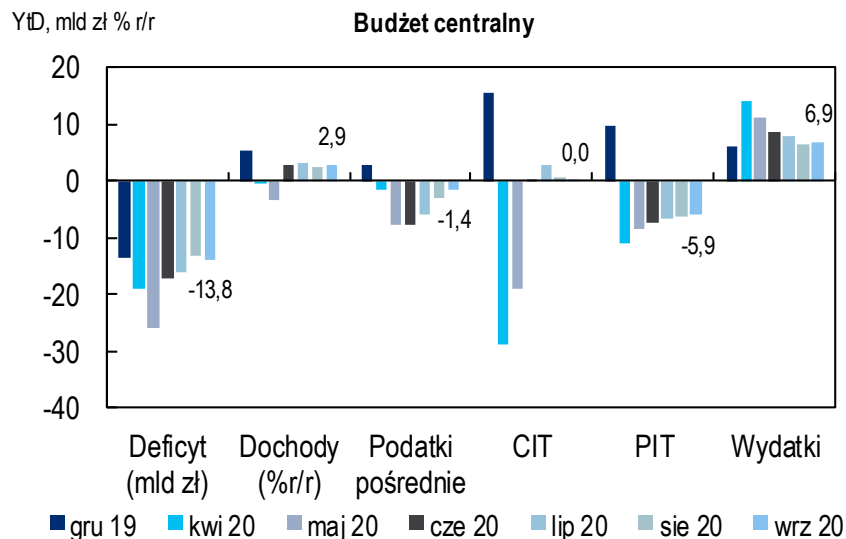
	Spadek wartości dodanej	Udział sektora w wartości dodanej	Wpływ na PKB
Zakwaterowanie, restauracje	-80%	1.32%	-0.8%
Rozrywka, sztuka	-90%	0.47%	-0.3%
Sport	-90%	0.29%	-0.2%
Suma		<u>2.09%</u>	<u>-1.40%</u>



W kierunku miękkiego lockdownu

- W odpowiedzi na wzrost obciążenia służby zdrowia rząd wprowadził restrykcje, które m.in. ograniczają działalność restauracji (tylko posiłki na wynos), obiektów sportowych, możliwość organizacji imprez masowych. Udział dotkniętych sektorów w PKB jest relatywnie niewielki (~2%), a bezpośredni wpływ dotychczasowych restrykcji na PKB szacujemy na około -1,4 pp w IV kwartale.
- Niemniej inne czynniki (spodziewane “oddolne” dystansowanie społeczne, powszechna kwarantanna, słabszy wzrost w EU oraz ryzyko dalszych restrykcji) sprawiają, że w IV kwartale oczekujemy przynajmniej 4% spadku kw/kw. W przypadku daleko idących restrykcji (lockdown), spadek PKB może być głębszy, ale zapewne mniejszy niż w II kwartale, gdy wyniósł 9%.
- Wsparcie rządowe będzie kierowane punktowo do branż i firm najbardziej dotkniętych restrykcjami.
- Przedsiębiorcy z tych branż będą mogli liczyć m.in. na zwolnienie z ZUS-u i świadczenia postojowe za listopad, a także dotacje w wysokości 5 tys. zł w przypadku uzyskania przychodu w XI niższego o 40% r/r. Na ten cel rząd planuje przeznaczyć ponad 1,8 mld zł dla 200 tys. firm i 327 tys. pracowników.
- Ponadto rząd wciąż nie wykorzystał ok. 50-65 mld zł (ok. 2-2,5% PKB) z uchwalonych programów wsparcia w ramach PFR oraz tarcz antykrzysowych.

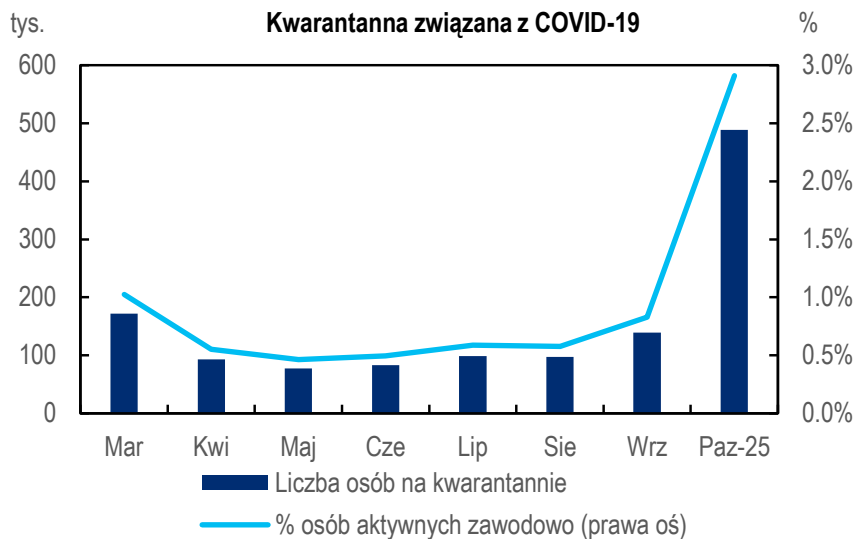
Polityka fiskalna



Deficyt prawdopodobnie sięgnie ok. 11%

- Po wrześniu deficyt budżetowy wzrósł nieznacznie do 13,8 mld zł z 13,3 mld zł, wobec planowanych 109 mld zł. Wysoki wzrost w ujęciu rocznym notowały dochody z podatków pośrednich, co doprowadziło do wyhamowania skali spadku skumulowanych dochodów od początku roku w tej kategorii niemal do poziomów z 2019 r.
- Biorąc pod uwagę skalę recesji i wsparcia fiskalnego dotychczasowy deficyt jest relatywnie niski, co wynika m.in. z wypchnięcia części wydatków poza budżet do Funduszu COVID i PFR. Sądzymy, że deficyt budżetowy może wynieść w tym roku 80-90 mld zł.
- Dane dla sektora rządowego i samorządowego pokazały rekordowy deficyt w II kw. na poziomie 86 mld zł (ok. 3,7% PKB), co przekłada się na skumulowany deficyt po II kw. na poziomie 4,3% PKB.
- Zgodnie z naszymi szacunkami deficyt całego sektora rządowego i samorządowego wyniesie w tym roku ponad 11% PKB, a w przyszłym ok. 6%. Choć dług sektora rządowego i samorządowego przekroczy 60% PKB, to według krajowej metodologii dług publiczny pozostanie poniżej 55%.
- Resort finansów zaplanował na 2021 r. dalszy wzrost potrzeb pożyczkowych do 284 mld zł, z których prefinansowano naszym zdaniem ponad 15%.

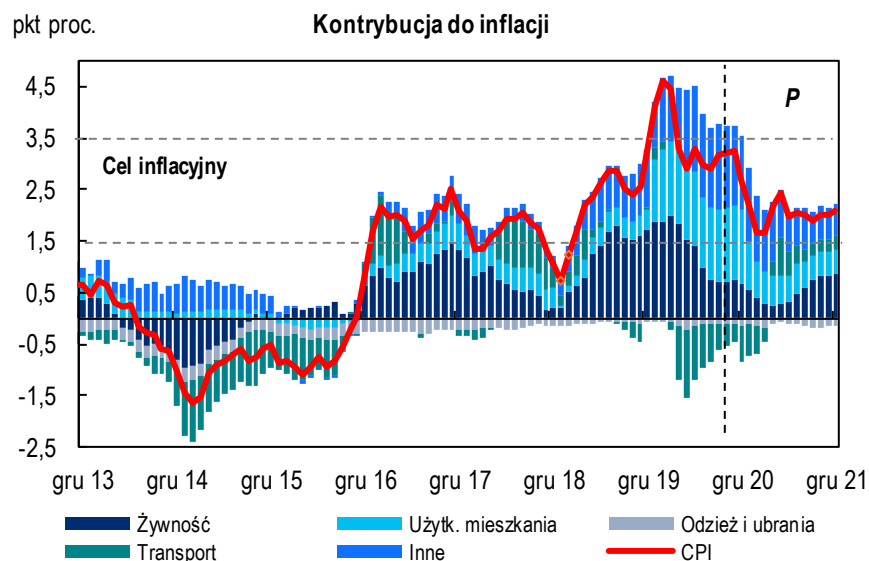
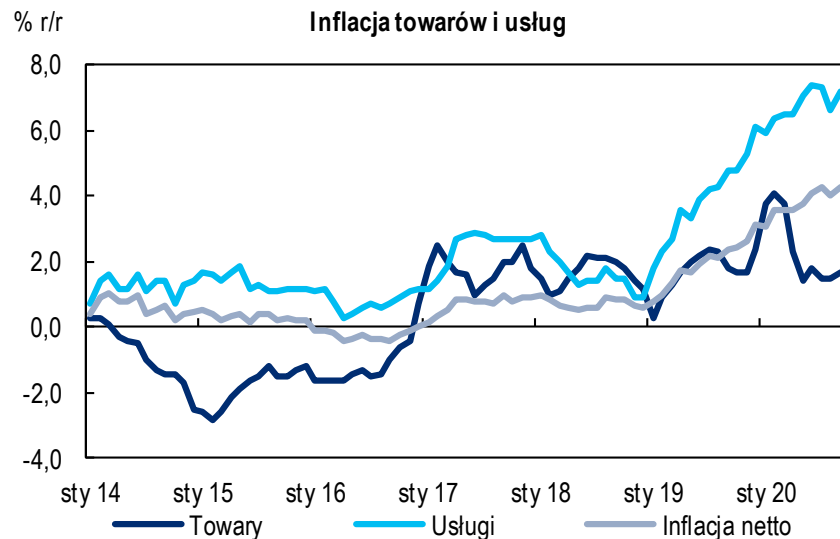
Rynek pracy



Rynek pracy na rządowej kropłówce

- Podobnie jak w przypadku danych o aktywności, także dane z rynku pracy za III kw. pokazały stopniowe odreagowanie. Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył we wrześniu do 5,6% r/r z 4,1%, a tempo spadku zatrudnienia zmniejszyło się do -1,2% z -1,5% za sprawą dalszego przywracania zredukowanych wymiarów etatów.
- Stopa bezrobocia ustabilizowała się na poziomie 6,1% we wszystkich miesiącach III kw., wobec 5,4% w marcu. Dane o bezrobociu nie oddają pełnego wpływu epidemii na rynek pracy. Liczba osób zatrudnionych, ale nie świadczących pracy w II kw. wyniosła ponad 1,2 mln osób, tj. ponad 7% siły roboczej.
- W drugiej fali COVID istnieje ryzyko, że część osób korzystających z programów rządowych może zasilić szeregi bezrobotnych, gdy okaże się, że popyt na produkty i usługi firm może pozostać obniżony na dłużej. Ponadto, część firm może ponownie zdecydować się na wykorzystanie tarcz antykryzysowych, co może doprowadzić do przejściowego wyhamowania płac i pogłębienia spadku zatrudnienia.
- Ponadto rosnąca liczba osób na kwarantannie coraz bardziej ciąży na rynku pracy (wykres obok). Według naszych szacunków nieobecność pracowników w tej skali może obniżyć PKB o 0,7 pkt proc.

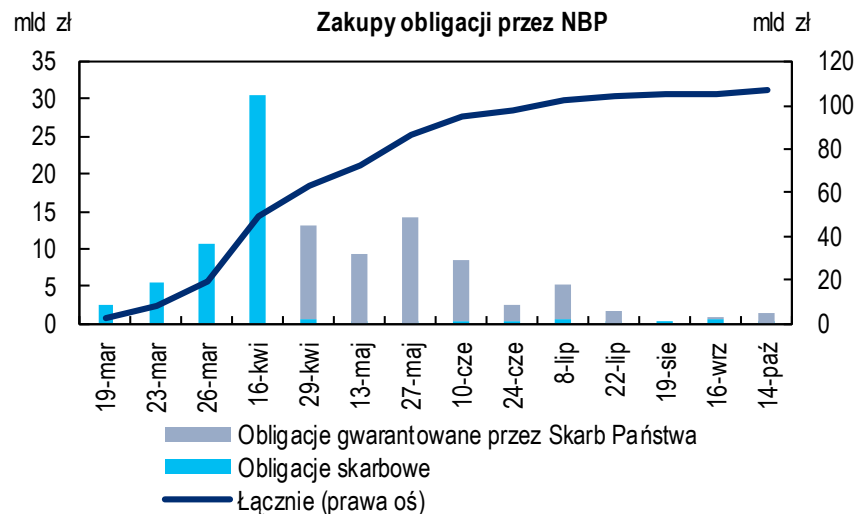
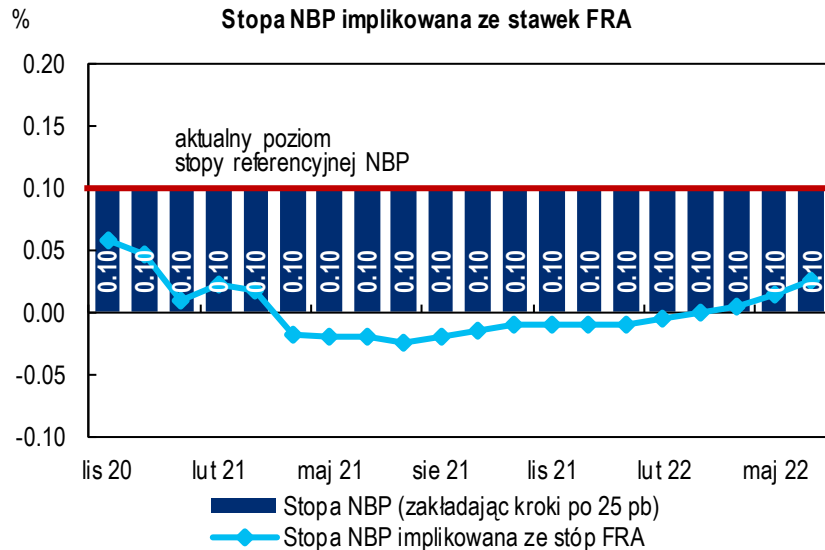
Inflacja



Inflacja w końcu zacznie spadać

- Inflacja wzrosła we wrześniu do 3,2% z 2,9%. Za wzrostem inflacji stały przede wszystkim zmiany cen usług, w tym dalszy wzrost opłat za wywóz śmieci, wzrost cen w kategorii łączność, edukacja oraz rekreacja i kultura (w tym opłat radiowo-telewizyjnych). Inflacja usług wzrosła do 7,2%, a inflacja towarów pozostała niska i wyniosła 1,7%. W rezultacie inflacja netto wzrosła do 4,3% z 4,0%, najwyższego poziomu od 2001 r.
- Wysoki poziom inflacji jest zjawiskiem zaskakującym w porównaniu do oczekiwań z okresu początku pandemii. Wówczas zakładano, że głęboka recesja powinna sprzyjać stopniowemu wyhamowaniu wzrostu cen. Tymczasem część usługodawców zdecydowała się przenieść zwiększone koszty wynikające z wpływu epidemii na konsumentów.
- W najbliższych miesiącach słabszy złoty może działać w kierunku nieco wyższej inflacji, ale w okresach recesji efekt pass-through jest mniejszy niż w okresach ożywienia. Z kolei w przyszłym roku inflacja zapewne spadnie za sprawą efektów bazy i opóźnionego efektu osłabienia popytu. Ten efekt będzie wzmocniony przez drugą falę restrykcji i wolniejsze ożywienie wzrostu gospodarczego w 2021 r.
- Nasze prognozy wskazują na stopniowy spadek inflacji do 2,7% na koniec br. i do 2% w 2021 r.

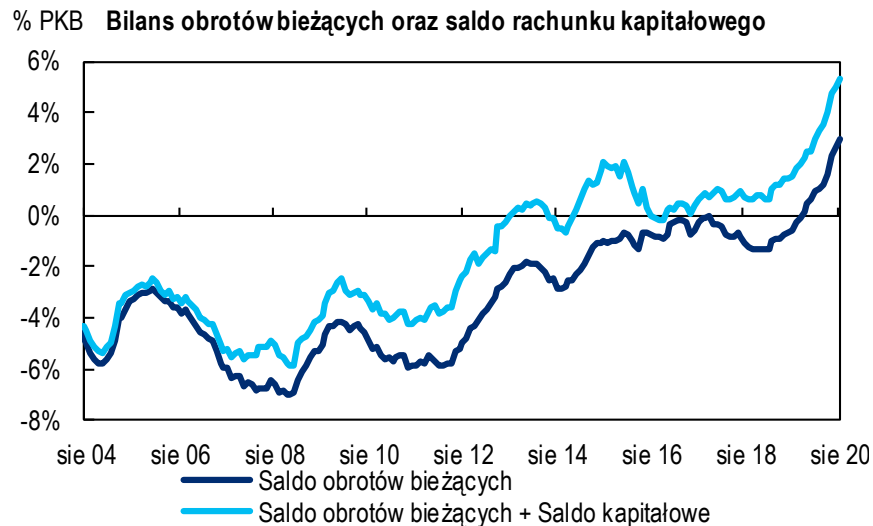
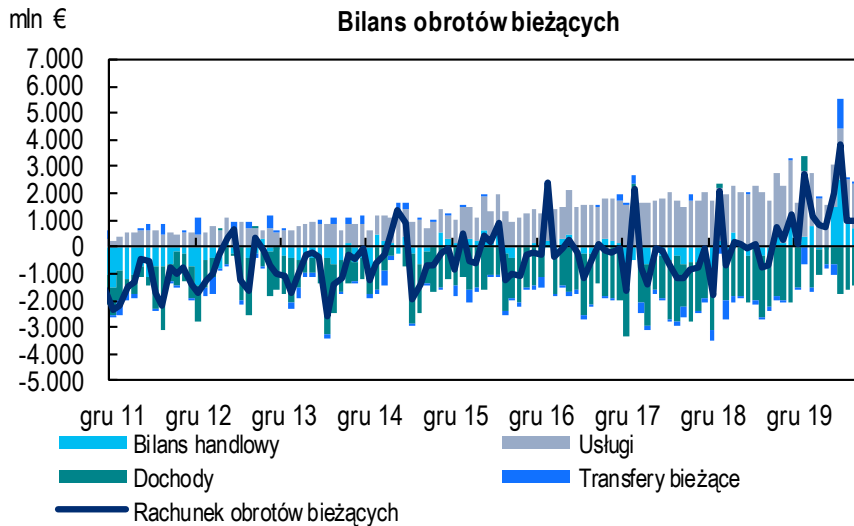
Polityka pieniężna



Stopy bez zmian, słabszy złoty i skup obligacji

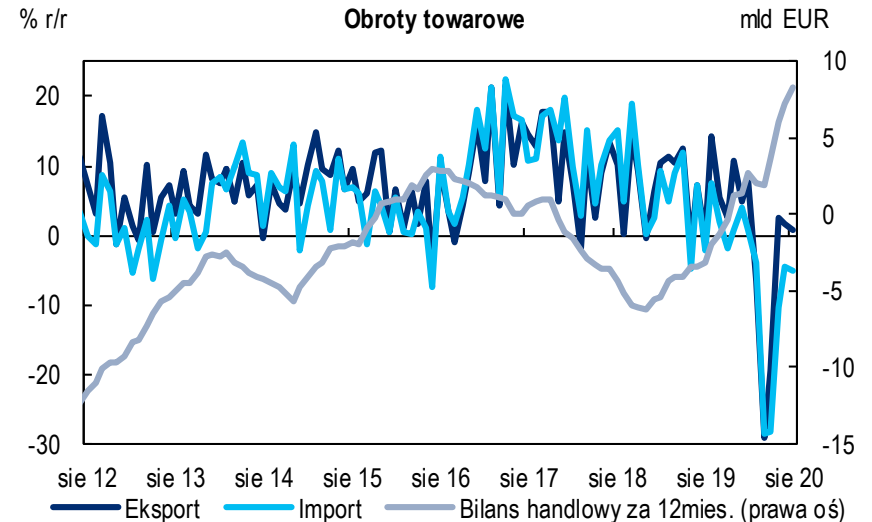
- W odpowiedzi na szok pandemiczny polityka pieniężna została już wyraźnie poluzowana i sądzimy, że będzie pełniła przede wszystkim rolę wspierającą dla polityki fiskalnej.
- Choć obniżki stopy referencyjnej poniżej zera nie można całkowicie wykluczyć, to taki ruch nie miałby dużego przełożenia na sytuację gospodarczą. Po pierwsze przestrzeń do redukcji stóp jest ograniczona. Poza tym w obecnie popyt na kredyt pozostaje słaby i redukcja stóp nie zmieniłaby wiele w tym zakresie, a stworzyłaby ryzyka dla stabilności finansowej. Nasz bazowy scenariusz zakłada stabilne stopy procentowe do końca kadencji Rady w 2022 r.
- W ostatnich miesiącach RPP wielokrotnie podkreślała, że niewielka skala osłabienia złotego działa ograniczająco na ożywienie gospodarcze. W okresie wzrostu awersji do ryzyka takie wypowiedzi mogą być czynnikiem, który sprawi, że złoty może pozostać na słabszych poziomach na dłużej.
- Kluczowym działaniem w ramach polityki pieniężnej może być dalszy skup obligacji przez NBP. Przy braku limitu dla programu zakupów skala operacji NBP może być zwiększana i dostosowywana do warunków rynkowych i rzeczywistych emisji. Główną zaletą programu jest stabilizacja rynku oraz warunków finansowania budżetu niezależnie od skali deficytu.

Saldo obrotów bieżących

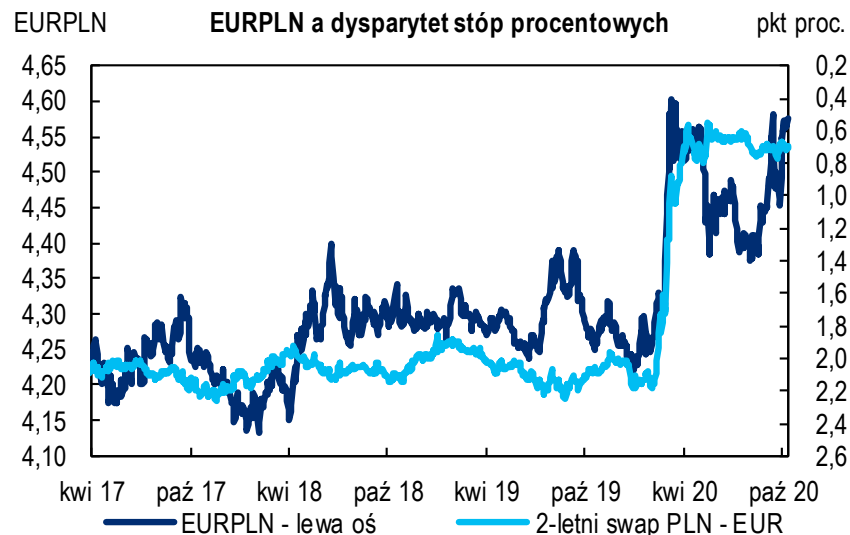
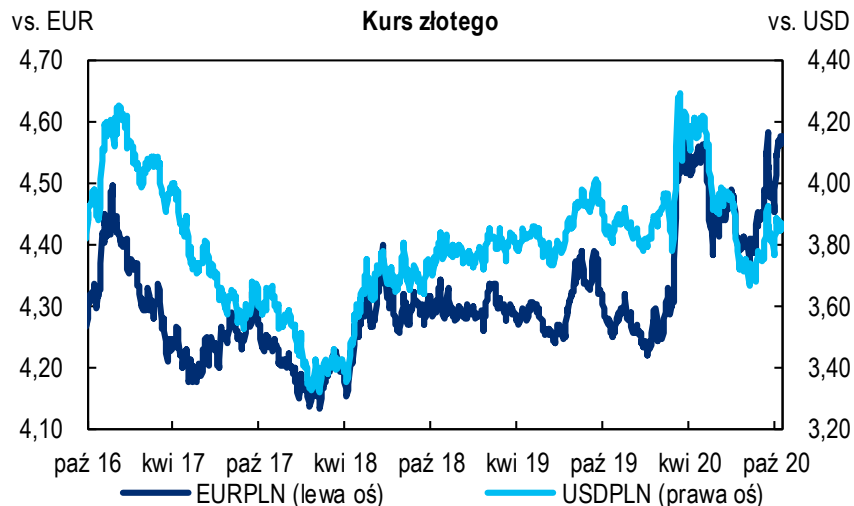


Wieloletnia nadwyżka w obrotach bieżących

- Saldo obrotów bieżących wyniosło w sierpniu ok. +1 mld EUR i było blisko zrewidowanego w dół wyniku za lipiec. Na taki wynik złożył się spadek nadwyżki w obrotach towarowych i usług, który był skompensowany przez spadek deficytu w dochodach pierwotnych. Dane za sierpień potwierdziły, że ożywienie w eksporcie i imporcie towarów było większe niż w przypadku usług. Skumulowane saldo za 12 miesięcy wzrosło do 3% PKB, a nadwyżka na rachunku kapitałowym 2,4% PKB.
- Druga fala restrykcji może doprowadzić do osłabienia obrotów towarowych i usług. Jednak sądzimy, że słaby złoty przy mniejszej skali zamrożenia gospodarki będzie ograniczał skalę spadku eksportu.



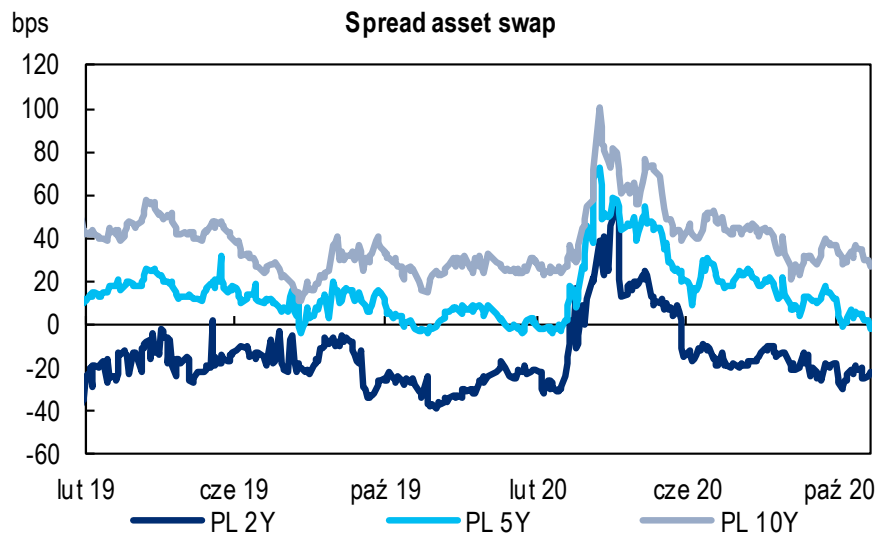
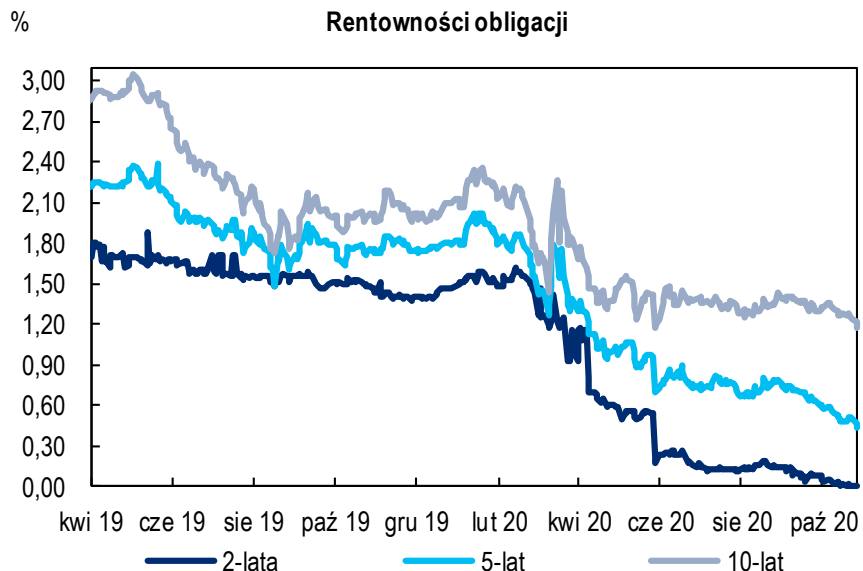
Rynek walutowy



Fala epidemiczna osłabia złotego

- W ostatnich tygodniach złoty tracił na wartości wobec euro. Negatywny wpływ na kurs polskiej waluty oraz innych walut w regionie miały obawy o drugą falę COVID, umocnienie dolara wobec euro, zbliżanie się terminu wyborów oraz brak porozumienia w sprawie kolejnego pakietu fiskalnego w USA. Wobec pogorszenia apetytu na ryzyko czynnikiem niesprzyjającym złotemu były wcześniejsze obniżki stóp i zawężenie różnicy wobec stóp w strefie euro.
- Trwająca jesienna fala zachorowań w Polsce i ryzyko dalszych restrykcji z negatywnym wpływem na PKB będą przyczyniać się do utrzymania złotego na słabych poziomach także w kolejnych tygodniach. Niepewność w kwestii COVIDu może utrzymywać się także w kolejnych miesiącach w Europie i w USA. Ryzyko opóźnienia w podliczaniu głosów korespondencyjnych i ogłoszenia wyników wyborów prezydenckich oraz ryzyko zakwestionowania ich przez kandydatów będą utrzymywać zmienność na rynkach na podwyższonym poziomie.
- Ograniczona skala spadku PKB, dosyć dobra pozycja strukturalna (mniejszy udział kredytów walutowych w PKB niż w 2008 r., wysoka nadwyżka w obrotach bieżących i wciąż niski dług publiczny) oraz oczekiwane dalsze umocnienie euro do dolara będą sprzyjać stopniowemu odrabianiu strat przez złotego w kolejnych miesiącach po uspokojeniu sytuacji epidemicznej.

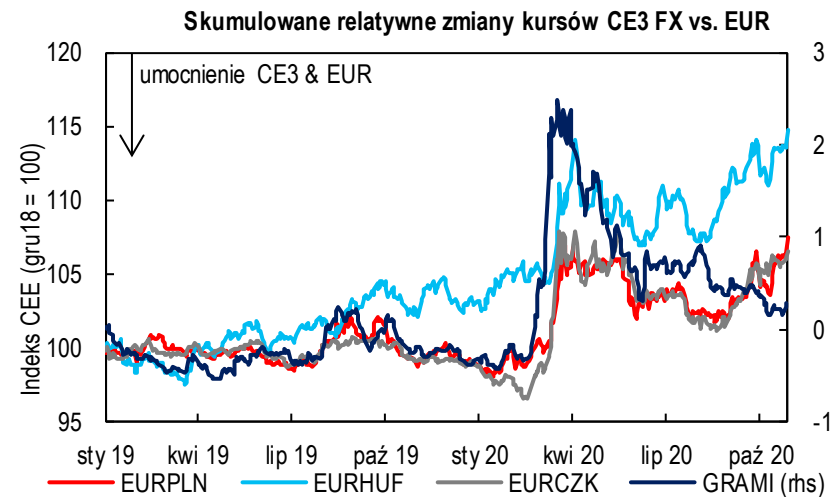
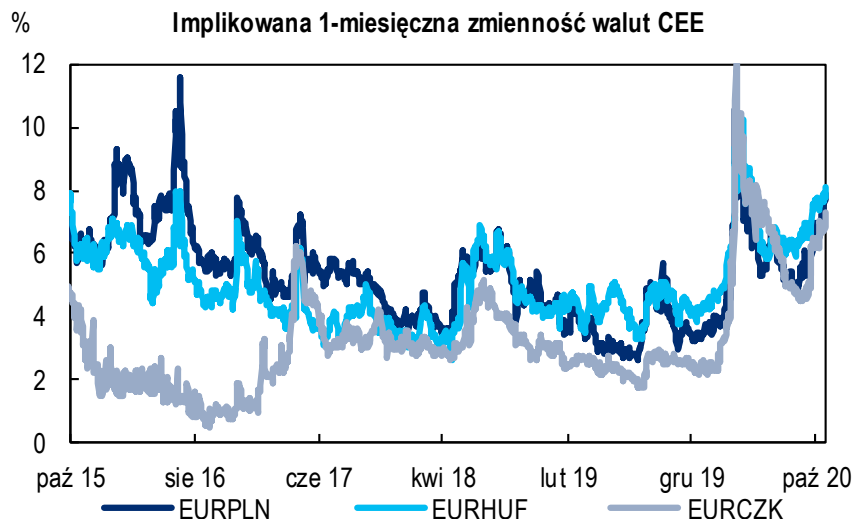
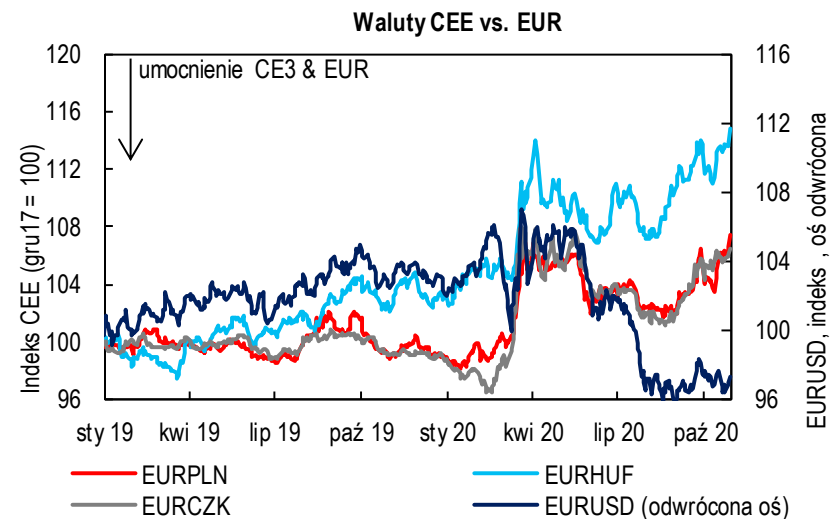
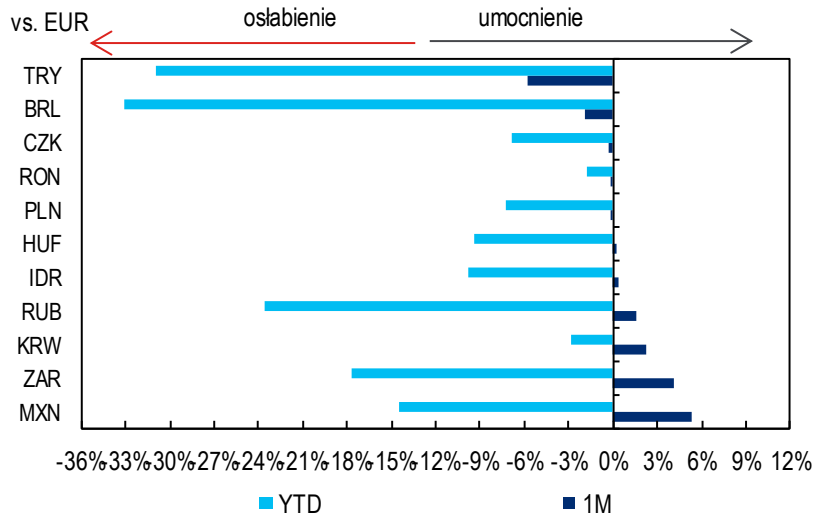
Rynek stopy procentowej



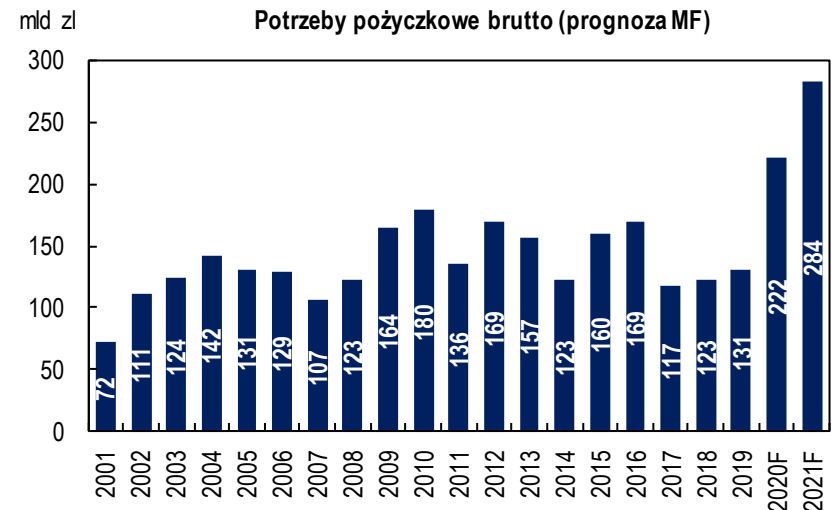
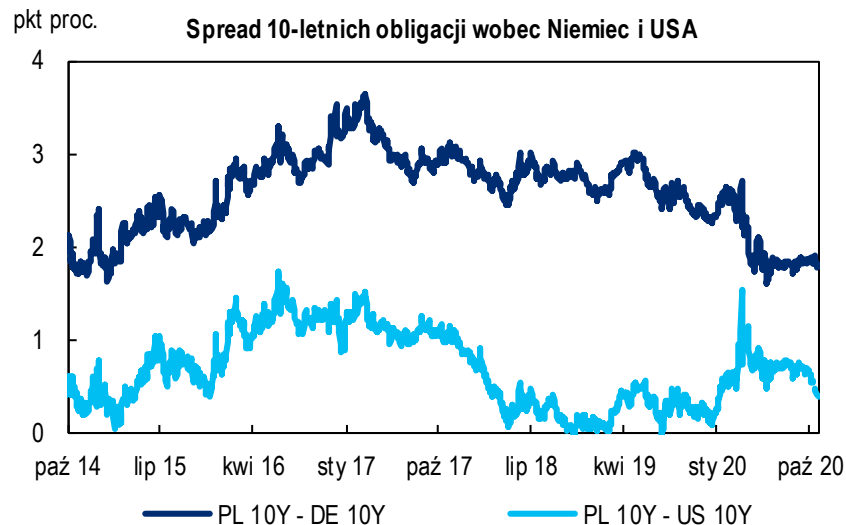
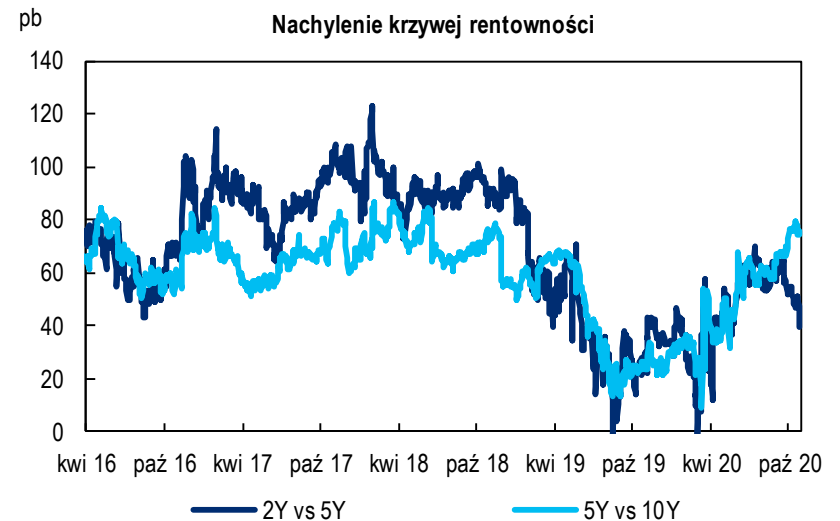
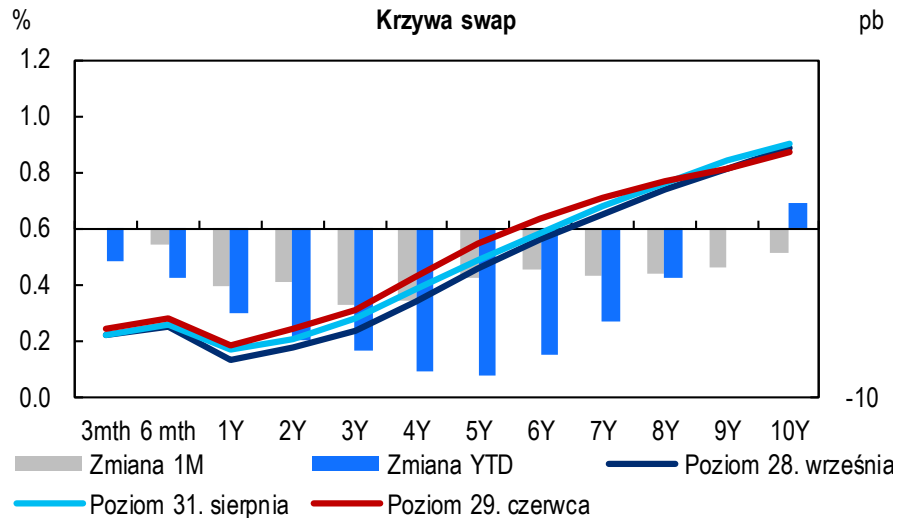
Dalsze spadki stóp rynkowych dzięki NBP

- W ostatnim miesiącu doszło do kontynuacji spadku rentowności papierów skarbowych. Do umocnienia na rynku obligacji przyczynił się zarówno spadek spreadów kredytowych (4-14 pb) jak również spadek stawek swap o 0-10 pb, przy niewielkim wystromieniu krzywej swap.
- Nasilenie epidemii i jej wpływ na obniżenie się aktywności gospodarczej będzie sprzyjać utrzymaniu łagodnego nastawienia przez RPP, co będzie utrzymywać stawki swap na niskim poziomie do czasu poprawy sytuacji epidemicznej.
- Do obniżenia się stawek swap może przyczynić się także prognozowany przez nas znaczny spadek inflacji w przyszłym roku.
- Sądzymy, że utrzymanie popytu na obligacje ze strony krajowego sektora bankowego oraz kontynuacja skupu obligacji przez NBP będą ograniczać potencjalny wzrost spreadów kredytowych. Tym bardziej, że rząd będzie działał przede wszystkim w ramach przyjętych już wcześniej i wycenionych przez rynki programach fiskalnych.
- W związku z relatywnie dobrą koniunkturą w USA i szansą na znaczny pakiet fiskalny w przypadku tzw. „niebieskiej fali”, tj. wygranej przez Demokratów urzędu prezydenta oraz w Kongresie możliwe jest dalsze zacieśnienie spreadów wobec Treasuriesów.

Przegląd rynku walutowego



Przegląd rynku stopy procentowej



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	2,6	-4,0	5,1	2,5	2,0	2,2	2,8	1,7	1,5	0,4	0,6	0,3	-3,2	-10,8	-5,8	86,1	102,8	104,2
Kraje rozwinięte	1,6	-5,3	4,3	1,3	0,7	1,3	1,2	0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	-3,2	-13,9	-7,0	107,8	128,8	130,9
USA	2,2	-3,6	4,9	1,5	1,2	1,8	2,3	0,5	0,3	-2,2	-2,6	-2,5	-5,8	-16,9	-8,0	107,0	126,0	132,0
Japonia	0,7	-5,4	2,3	0,5	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	3,4	3,0	3,4	-3,4	-18,0	-10,0	240,0	270,0	274,0
strefa euro	1,3	-7,3	4,4	1,2	0,3	0,9	0,0	0,0	0,0	2,5	2,6	2,4	-0,6	-8,3	-4,5	85,9	98,6	96,9
Niemcy	0,6	-5,1	3,3	1,4	0,5	2,0				7,2	7,4	7,2	1,4	-6,0	-3,7	59,4	73,0	73,0
Francja	1,5	-8,8	7,3	1,3	0,6	1,0				-0,7	-1,8	-1,8	-3,0	-9,1	-4,8	98,1	115,1	109,6
Włochy	0,3	-9,3	4,3	0,6	-0,2	0,3				3,0	2,6	2,5	-1,6	-9,4	-6,7	134,6	156,9	156,8
Hiszpania	2,0	-12,9	2,6	0,8	-0,3	1,0				2,0	-0,3	1,3	-2,6	-11,6	-7,3	95,5	120,3	120,9
Szwecja	1,3	-4,3	2,8	1,7	0,5	1,5	-0,3	0,0	0,0	4,2	3,9	4,8	0,3	-6,7	-3,9	35,2	45,1	47,3
Szwajcaria	1,1	-4,2	2,3	0,4	-0,8	-0,3	-0,8	-0,8	-0,8	10,9	11,9	11,2	1,5	-6,0	-2,0	26,5	34,6	35,7
Wielka Brytania	1,3	-10,5	3,6	1,8	0,8	1,6	0,8	0,2	0,0	-4,0	-3,5	-4,9	-2,6	-18,2	-8,3	81,3	110,2	111,3
Kraje rozwijające się	3,8	-2,3	6,1	3,9	3,6	3,3	5,1	3,7	3,4	0,9	1,5	0,8	-3,0	-6,6	-4,2	57,5	68,1	69,4
Chiny	6,1	2,1	8,2	2,9	2,7	1,7	3,3	3,0	2,8	1,0	2,3	0,7	-2,8	-3,6	-2,8	77,9	90,0	90,2
Indie	4,2	-8,0	8,9	4,8	6,0	4,3	5,4	4,0	4,0	-0,9	1,2	-0,3	-7,7	-12,5	-8,4	74,1	91,8	90,9
Indonezja	5,0	-2,1	3,9	2,8	1,8	1,4	5,8	4,2	4,1	-2,7	-0,5	-1,0	-2,2	-6,4	-5,9	30,7	38,5	43,1
Korea Płd.	2,0	-1,8	2,8	0,4	0,5	1,3	1,4	0,6	0,5	3,6	4,6	4,5	-0,6	-4,8	-4,2	38,0	46,0	50,5
Czechy	2,3	-7,0	4,8	2,8	3,2	2,0	1,9	0,7	0,3	-0,3	2,2	-0,4	0,3	-7,6	-5,7	30,2	40,1	43,8
Węgry	4,6	-6,3	5,2	3,3	3,4	3,7	0,9	0,7	0,6	-0,2	-2,2	-1,8	-1,8	-8,5	-4,2	65,3	76,3	74,5
Polska	4,5	-3,5	3,7	2,3	3,5	2,1	1,5	0,4	0,1	0,4	3,0	2,0	-0,7	-11,3	-5,7	43,8	51,0	52,6
Rumunia	4,1	-4,8	4,7	3,8	2,7	2,5	2,5	1,7	1,6	-4,7	-3,7	-4,5	-4,6	-9,1	-6,7	37,8	48,6	52,8
Rosja	1,3	-3,9	3,0	4,5	3,2	3,6	7,3	4,9	4,2	3,9	1,3	2,6	1,8	-4,0	1,2	17,8	20,5	21,3
Turcja	0,9	-3,2	3,4	15,2	12,0	13,7	20,6	10,8	14,6	1,2	-4,3	-3,5	-2,9	-5,0	-4,5	32,5	42,1	41,1
RPA	0,2	-8,9	1,9	4,1	3,2	3,4	6,6	4,2	3,5	-3,0	-0,9	-1,2	-6,5	-15,4	-13,2	62,2	77,0	92,7
Brazylia	1,1	-5,8	3,0	3,7	3,0	3,8	6,0	2,8	2,0	-2,8	0,0	-0,4	-5,9	-18,3	-9,1	75,8	96,7	99,2
Meksyk	-0,3	-9,8	3,5	3,6	3,5	3,6	8,0	5,3	4,0	-0,3	1,4	0,4	-2,3	-5,0	-2,6	52,7	62,2	60,0

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2019				2020								
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5,6	3,7	1,4	3,8	1,1	4,8	-2,5	-24,6	-16,9	0,5	1,1	1,5	5,9
Produkcja przemysłowa (% m/m)	10,8	7,9	-5,8	-9,4	4,5	2,2	2,2	-25,5	10,3	13,9	3,4	-5,7	15,5
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	5,8	3,7	0,2	3,8	2,0	5,7	-3,2	-27,5	-18,4	0,9	1,1	2,1	7,2
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	7,6	-4,1	-4,7	-3,3	6,4	5,5	3,7	-0,9	-5,1	-2,3	-11,0	-12,0	-9,8
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	4,3	4,6	5,2	5,7	3,5	7,3	-9,0	-22,9	-7,7	-1,3	3,0	0,5	2,5
Stopa bezrobocia (%)	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2,6	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2
Inflacja (% m/m)	0,0	0,2	0,1	0,8	0,9	0,7	0,2	-0,1	-0,2	0,6	-0,2	-0,1	0,2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,6
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,4	-0,6	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,2	0,4	0,3	-0,4	0,1
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	712	243	1.182	73	2.756	1.100	805	772	2.028	3.811	1.012	947	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0,3	-0,1	0,1	0,5	0,6	0,9	1,1	1,2	1,6	2,3	2,7	3,0	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	611	146	821	118	378	797	-77	-30	1474	2488	818	735	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	20186	22138	20970	17264	19704	20043	19113	13893	15891	18786	19553	17730	-
Eksport (% r/r)	14,3	5,5	2,5	10,8	4,9	8,0	-6,6	-29,3	-19,6	2,6	1,7	0,8	-
Import f.o.b. (mln EUR)	19575	21992	20149	17146	19326	19246	19190	13923	14417	16298	18735	16995	-
Import (% r/r)	7,6	2,1	-1,8	0,7	3,9	0,9	-3,9	-28,4	-28,2	-10,3	-4,4	-5,1	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2019				2020								
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,4	9,3	9,4	8,3	9,3	9,4	11,8	14,0	16,0	18,1	16,8	16,2	17,0
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	11,1	10,2	10,2	9,3	9,1	8,6	9,2	10,0	11,2	12,1	11,6	10,4	10,4
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7,7	9,6	9,2	10,1	13,0	13,2	18,1	18,0	24,6	30,1	27,5	28,0	29,6
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	7,2	6,4	6,3	6,0	6,6	6,5	6,9	6,4	4,8	4,4	3,4	2,6	2,7
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	3,7	2,9	3,8	2,1	2,8	2,2	4,1	3,9	1,9	0,0	-2,4	-3,7	-3,9
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 3M (średnio)	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,44	0,93	0,48	0,27	0,25	0,23	0,23
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,17	0,68	0,28	0,26	0,23	0,23	0,22
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,24	1,06	1,01	1,04	1,16	1,36	0,87	0,52	0,14	0,03	0,11	0,15	0,09
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,52	1,44	1,40	1,49	1,49	1,44	0,92	0,59	0,18	0,17	0,12	0,15	0,09
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	1,78	1,73	1,75	1,83	1,80	1,56	1,30	0,98	0,70	0,73	0,67	0,76	0,61
EUR/PLN (koniec okresu)	4,37	4,26	4,32	4,26	4,30	4,34	4,55	4,54	4,45	4,47	4,41	4,40	4,53
USD/PLN (koniec okresu)	4,00	3,82	3,93	3,80	3,90	3,93	4,15	4,17	4,00	3,98	3,72	3,69	3,87
EUR/USD (koniec okresu)	1,09	1,12	1,10	1,12	1,10	1,10	1,10	1,09	1,11	1,12	1,19	1,19	1,17
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	1,8	3,2	1,9	13,7	-3,4	3,3	9,4	18,9	25,9	17,1	16,3	13,3	13,8
Def. budżetowy skum. (% planu)*	6,3%	11,2%	6,6%	48,2%	-3,1%	3,0%	8,6%	17,3%	23,7%	15,7%	14,9%	12,2%	12,6%

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	587	590	574	667
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.265	2.260	2.407
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.270	15.348	14.993	17.411
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	6,9	7,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-3,5	3,7
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,7	1,6
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,7	4,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,3	4,9
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,9	5,1	-9,5	2,5
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,4	3,3	-11,4	1,6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,8	2,1
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,5	2,1
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,0	4,3
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,6	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	3,0	3,5
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	0,22	0,22
USD/PLN (Koniec okresu)	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	1,50
USD/PLN (Średnia)	3,54	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,80	3,54
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,15	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,94	3,61
EUR/PLN (Średnia)	4,29	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,49	4,36

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	-6,0	2,5	17,4	13,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	0,4	3,0	2,0
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	2,7	10,2	7,6
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	257,9	249,0	275,1
Import	215,0	188,6	193,1	226,6	260,1	255,2	238,8	267,5
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	28,2	24,1	27,0
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-26,4	-14,7	-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	-11,3	-5,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-10,2	-4,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	43,8	51,0	52,6

Prognozy długoterminowe

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,5	-3,5	3,7	3,7	3,3	2,9
Inflacja CPI (% średnia)	2,3	3,5	2,1	2,4	2,6	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,4	3,0	2,0	1,1	1,1	0,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	0,10	0,10	0,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,79	3,80	3,54	3,41	3,30	3,20
USD/PLN (Średnia)	3,84	3,94	3,61	3,46	3,36	3,25
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,49	4,36	4,30	4,28	4,26
EUR/PLN (Średnia)	4,30	4,51	4,40	4,32	4,29	4,27



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.