

CitiMonthly

Cała nadzieja w konsumpcji

Piotr Kalisz, CFA,
Cezary Chrapek, CFA
Wrzesień 2019

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

 **citi handlowy**[®]

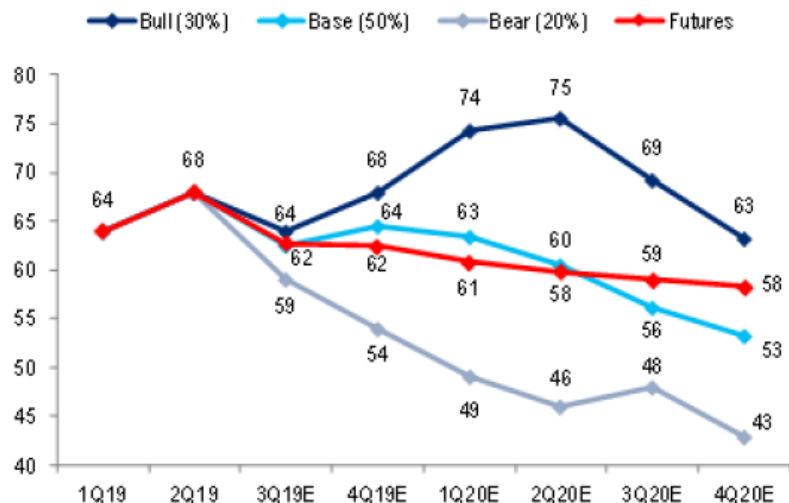
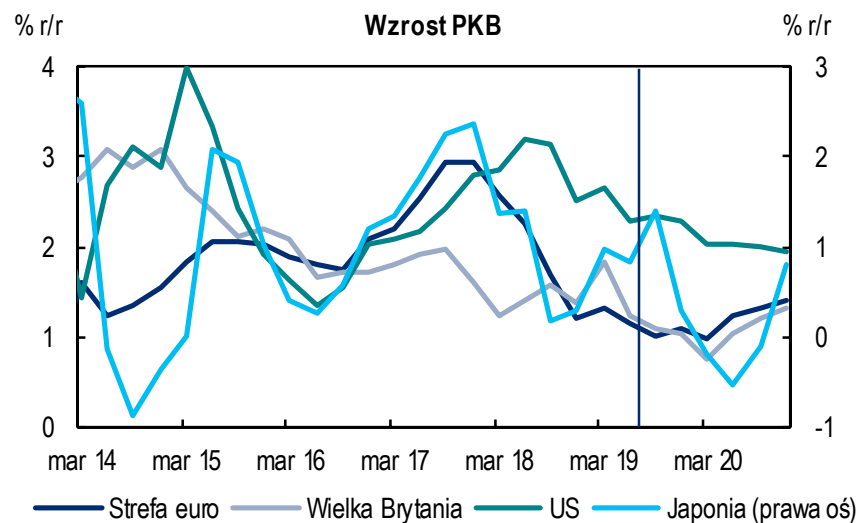
Podsumowanie

- Przybywa sygnałów świadczących o tym, że wyjątkowa odporność polskiego przemysłu na zagraniczne szoki nie utrzyma się w II połowie roku.
- W przypadku wzrostu gospodarczego cała nadzieja w konsumpcji, która powinna skorzystać na zwiększonych transferach fiskalnych i niskim bezrobociu.
- Osłabienie złotego o 3% powinno dodać do wzrostu PKB około 0,2 pp, łagodząc nieco wpływ szoku zewnętrznego.
- Według naszych szacunków 10% podwyżka płacy minimalnej podnosi dynamikę płac o ponad 1 punkt procentowy oraz dodaje około 0,1 pp do ścieżki inflacji.
- Na skutek planowanych podwyżek wynagrodzenia minimalnego inflacja w Polsce utrzyma się w kolejnych latach nieco powyżej celu, nawet pomimo globalnego spowolnienia i niższej importowanej inflacji.
- Uwaga inwestorów na rynku walutowym jest skierowana na decyzję TSUE. Ewentualne przewalutowania portfeli kredytów frankowych będą uzależnione od decyzji krajowych sądów i najprawdopodobniej będą rozłożone na lata.
- Oczekujemy, że RPP utrzyma stopę referencyjną bez zmian nie tylko w 2019 roku, lecz również w 2020-2021.

Prognozy globalne

	PKB			CPI			Stopy banku centralnego			Bilans obrotów bieżących			Deficyt fiskalny*			Dług*		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Świat	3.2	2.7	2.7	2.7	2.4	2.5	2.68	2.89	2.57	0.3	0.3	0.1	-2.5	-2.9	-3.0	85	87	87
Kraje rozwinięte	2.2	1.7	1.5	1.9	1.3	1.5	0.95	1.18	1.03	0.0	0.0	0.0	-2.5	-2.9	-3.0	107	110	111
USA	2.9	2.3	2.0	2.1	1.5	1.8	1.90	2.33	2.00	-2.4	-2.4	-2.6	-4.2	-4.7	-4.9	105	107	108
Japonia	0.8	1.0	0.1	1.0	0.5	0.6	-0.10	-0.10	-0.10	3.6	3.2	3.6	-4.1	-4.3	-3.9	240	241	241
strefa euro	1.8	1.1	1.1	1.8	1.2	1.3	0.00	0.00	0.00	2.9	2.9	2.7	-0.5	-1.0	-1.1	85	86	85
Niemcy	1.5	0.5	0.5	1.9	1.3	1.2				7.5	7.0	6.5	1.7	0.8	0.0	62	59	58
Francja	1.7	1.4	1.4	2.1	1.4	1.8				-0.7	-0.6	-0.5	-2.5	-3.2	-2.5	98	99	99
Włochy	0.7	0.1	0.5	1.2	0.7	0.9				2.5	2.5	2.4	-2.1	-2.0	-2.2	132	137	137
Hiszpania	2.4	2.1	1.7	1.7	0.8	0.9				0.9	0.9	1.5	-2.5	-2.2	-2.0	98	96	95
Szwecja	2.4	1.4	1.3	2.1	1.7	1.8	-0.50	-0.26	-0.02	1.7	3.7	3.6	0.9	0.2	0.2	39	38	37
Szwajcaria	2.8	0.7	0.7	0.9	0.4	0.5	-0.75	-0.75	-0.75	10.5	10.7	8.9	1.4	1.1	1.1	28	27	26
Wielka Brytania	1.4	1.1	1.0	2.5	2.0	2.3	0.60	0.75	0.75	-3.9	-3.5	-2.8	-1.5	-1.6	-2.2	87	84	83
Kraje rozwijające się	4.5	4.0	4.3	3.8	3.9	3.9	5.02	5.16	4.61	0.7	0.7	0.2	-2.5	-2.9	-2.9	55	56	57
Chiny	6.6	6.2	5.8	2.1	2.5	2.4	3.40	3.36	3.10	0.4	0.9	-0.1	-2.6	-2.8	-2.8	69	72	72
Indie	6.8	6.0	7.0	3.4	3.4	4.2	6.33	5.35	5.50	-2.1	-1.9	-1.0	-5.9	-6.3	-5.7	71	70	67
Indonezja	5.2	5.0	4.9	3.2	3.3	4.2	5.10	5.56	5.00	-3.0	-2.6	-2.4	-1.8	-1.9	-1.8	29	27	27
Korea Płd.	2.7	1.8	2.0	1.5	0.5	1.3	1.38	1.50	1.13	4.6	2.9	3.6	1.6	0.1	-1.6	35	37	39
Czechy	3.0	2.4	2.0	2.1	2.8	2.0	1.06	1.92	2.00	0.3	0.7	1.3	0.9	0.3	0.0	33	31	29
Węgry	4.9	4.3	3.1	2.8	3.4	3.0	0.90	0.90	0.90	-0.5	-1.6	-1.2	-2.2	-1.8	-1.0	71	68	65
Polska	5.1	4.5	4.0	1.6	2.4	2.8	1.50	1.50	1.50	-0.6	-0.3	-0.5	-0.4	-1.3	-0.8	47	45	44
Rumunia	4.1	4.2	3.3	4.6	4.0	3.7	2.44	2.50	2.50	-4.5	-5.4	-5.5	-2.9	-3.5	-4.2	42	44	44
Rosja	2.3	1.3	2.5	2.9	4.6	3.8	7.42	7.42	6.79	7.0	5.5	4.1	2.7	1.9	1.1	17	18	18
Turcja	2.6	-0.8	2.0	16.3	16.1	15.0	17.74	20.34	16.50	-3.5	-0.5	-1.9	-2.0	-3.6	-4.0	30	34	37
RPA	0.8	0.4	0.8	4.5	4.4	4.7	6.59	6.63	6.25	-3.5	-2.6	-3.1	-4.4	-5.8	-6.8	57	62	62
Brazylia	1.1	0.7	1.8	3.7	3.7	3.7	6.56	5.96	4.50	-0.8	-1.5	-1.7	-7.1	-5.2	-5.2	77	78	80
Meksyk	2.0	0.2	1.2	4.9	3.7	3.5	7.69	8.02	6.94	-1.8	-1.0	-1.5	-2.3	-2.7	-3.1	53	54	55

Zimny wiatr z zachodu



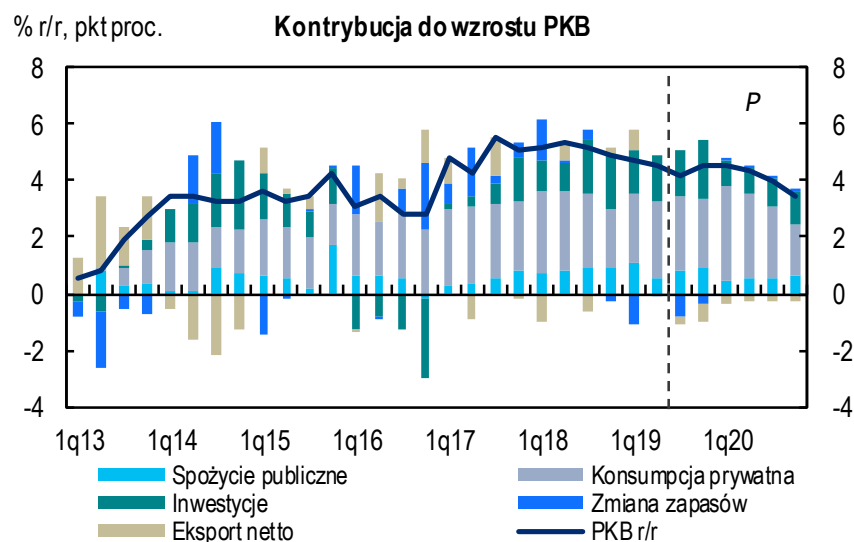
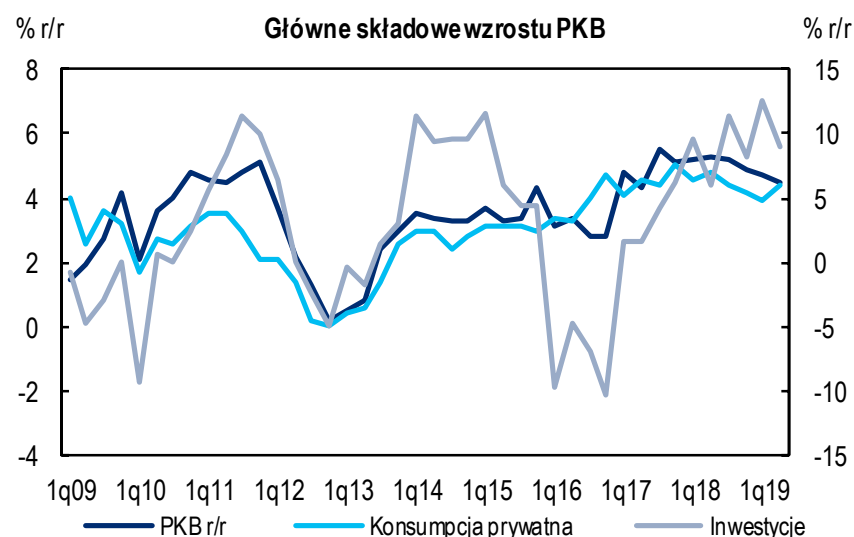
Gospodarka niemiecka w technicznej recesji

- Przy spowolnieniu niemieckiej gospodarki w pierwszej połowie roku można było zachowywać optymizm co do kondycji polskiej gospodarki. Niemniej ostatnie tąpnięcie w Niemczech jest już poważnym powodem do niepokoju. Niemiecki PKB spadł w ujęciu kw/kw zarówno w II jak, i III kwartale.
- Biorąc pod uwagę dostępne dane, w tym głębokie spadki indeksu Ifo oczekujemy, że wzrost w Niemczech wyniesie 0,5% nie tylko w tym roku, lecz również w 2020 r. (obniżka prognozy o 0,5 pkt. proc.). Spowolnienie w strefie euro będzie zapewne negatywnie wpływać na kondycję polskich eksporterów.
- Światowemu wzrostowi nie pomaga również wzrost cen ropy naftowej (trwały wzrost o 10USD/b odejmuje z dynamiki PKB około 0,1pp).

Banki centralne na pomoc

- EBC zdecydował się obniżyć stopę depozytową o 10 pb do -0,5%, rozpoczynając również ponownie program zakupu aktywów (QE), bez wskazywania jasno momentu jego zakończenia.
- Z kolei amerykański bank centralny – po lipcowej obniżce – ponownie obniżył stopę podstawową o 25 pb (do przedziału 1,75-2,00%). Citi oczekuje, że stopy w Stanach Zjednoczonych pozostaną już bez zmian w 2019-2020 r.

Dobre złego początki?



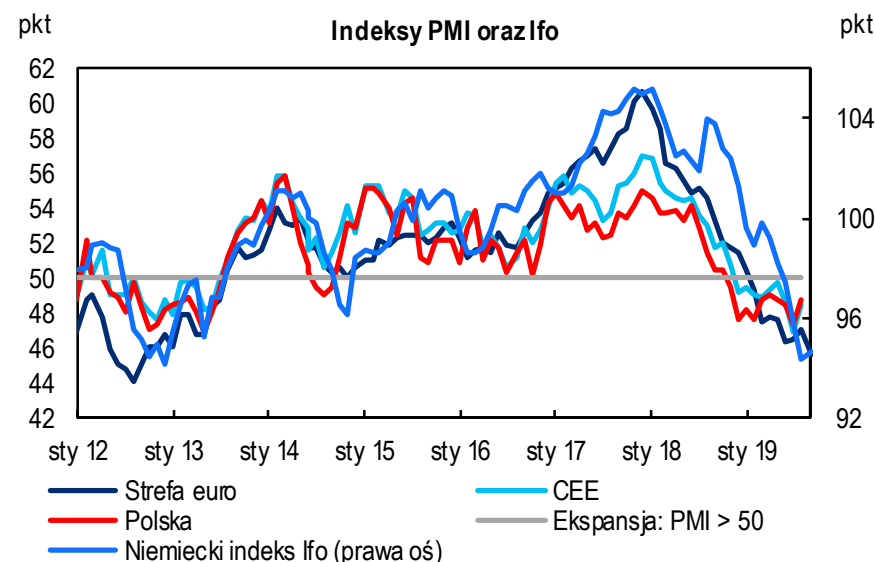
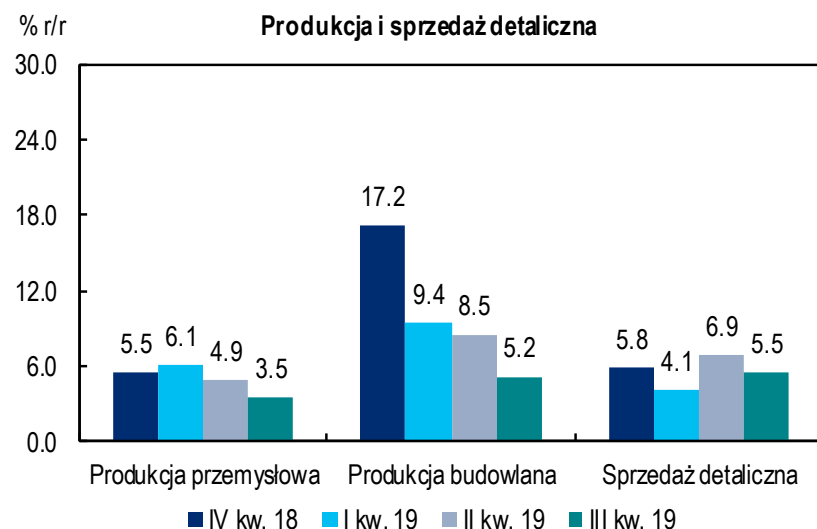
Wciąż niezły II kwartał

- Co prawda w II kwartale gospodarka wyhamowała, jednak wzrost utrzymał się na wysokim poziomie i wyniósł 4,5%. Popyt krajowy pozostaje głównym motorem wzrostu, podczas gdy wkład eksportu netto zmniejszył się z +0,7 punktu proc. do zera.
- Konsumpcja gospodarstw domowych wzrosła o 4,4% r/r i jednocześnie była o 1,2% wyższa niż w I kwartale. Tym samym zaskakujące osłabienie spożycia na początku roku okazało się tylko przejściowe. Odporność konsumpcji wydaje się uzasadniona w świetle danych o dynamicznym wzroście płac, niskim bezrobociu oraz pozytywnych nastrojach konsumentów.

Inwestycje ponownie słabną

- W przeciwieństwie do konsumpcji, dla inwestycji II kwartał był słabszy od pierwszego. Nakłady na środki trwałe zwiększyły się o 9% r/r, wobec 12,6% wzrostu w I kw. Wzrost na tym poziomie jest wciąż relatywnie silny, jednak kształtowanie się dynamiki inwestycji w ujęciu kwartał-do-kwartału sugeruje, że spowolnienie może być kontynuowane.

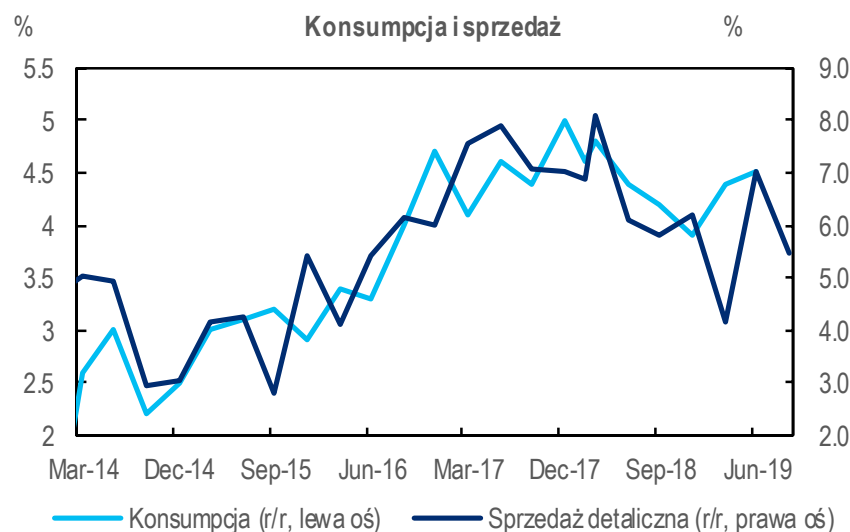
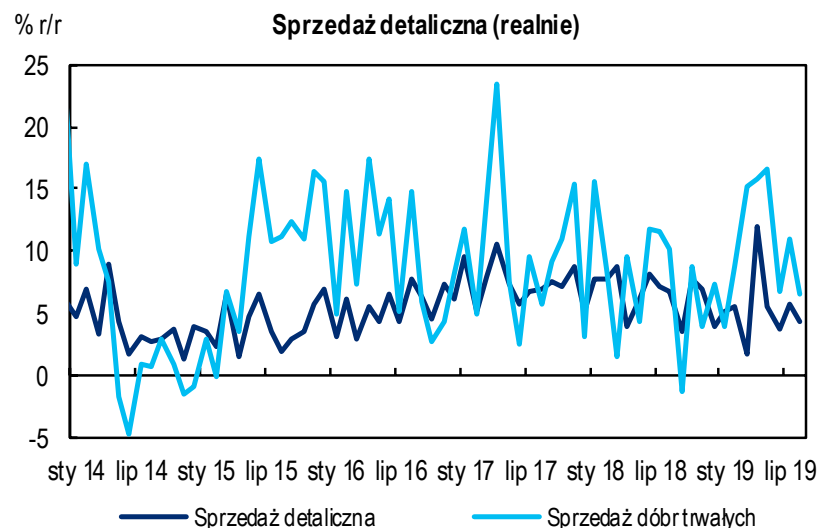
Oznaki spowolnienia



Rozczarowujące dane miesięczne

- Po niezłej pierwszej połowie roku, dane za lipiec i sierpień wskazują na znaczne spowolnienie – szczególnie w przemyśle i budownictwie. Sektor przetwórczy, który długo wykazywał się wyjątkową odpornością zaczyna odczuwać negatywne skutki spowolnienia (a niewykluczone, że i recesji) w Niemczech.
- W sierpniu produkcja przemysłowa spadła o 1,3% r/r, a nawet po oczyszczeniu danych z zaburzającego obraz wpływu czynników kalendarzowych wzrost wyniósł zaledwie 1,7% r/r. Średni wzrost produkcji za ostatnie trzy miesiące ledwie przekroczył zero (0,6%).
- Znaczny spadek indeksów nastrojów w Niemczech w ostatnich miesiącach sugeruje, że skala spowolnienia w otoczeniu zewnętrznym może być poważnym wyzwaniem dla eksporterów. Mało prawdopodobne jest aby polskie firmy nie zostały dotknięte przez osłabienie zagranicznego popytu.
- Nasze prognozy sugerują, że aktywność zarówno w przemyśle, jak i budownictwie spowolni w II połowie roku. Czynnikiem stabilizującym powinna pozostać konsumpcja prywatna, która ma szansę wygładzić ścieżkę wzrostu gospodarczego.

(Prawie) Cała nadzieja w konsumpcji



Stymulus fiskalny

- Szacujemy, że wzrost gospodarczy w całym bieżącym roku wyniesie około 4,5% a w przyszłym roku wyhamuje do 4% r/r. W świetle globalnego spowolnienia te prognozy wydają się optymistyczne i sami upatrujemy dla nich zagrożeń po stronie słabszego wyniku.
- Głównym powodem czemu wciąż spodziewamy się utrzymania przyzwoitej dynamiki PKB jest konsumpcja. Koszt rozszerzonego programu 500+ oraz wypłaconych już trzynastych emerytur przekroczy w tym roku 20 mld zł (ok 1% PKB).
- Nawet przy ograniczonej skłonności do konsumpcji wśród relatywnie zamożniejszych gospodarstw domowych powinno to podtrzymać dynamikę konsumpcji na wysokim poziomie.

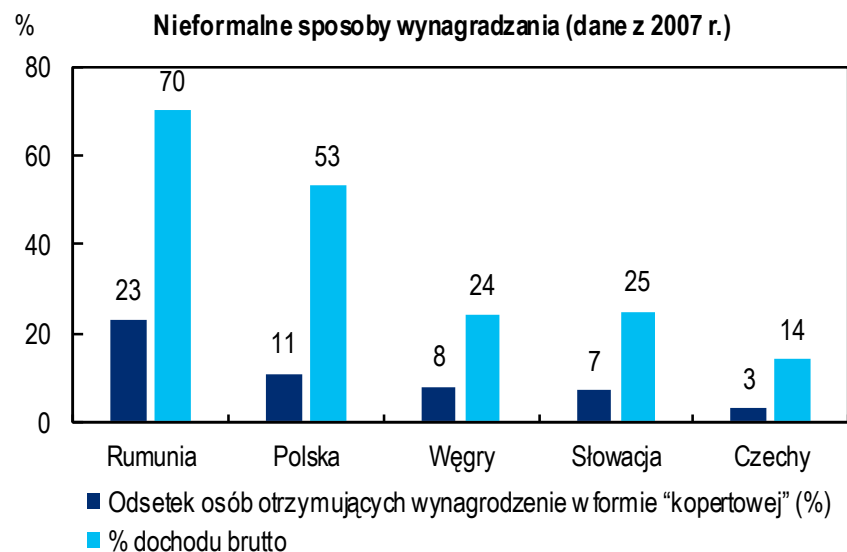
Pomaga też złoty

- W ciągu trzech miesięcy kurs złotego osłabił się o ~3%. Czynniki te powinny dodać do wzrostu gospodarczego około 0,2 punktu procentowego, częściowo amortyzując wpływ globalnego spowolnienia.

Płaca maksymalnie minimalna

Struktura wynagrodzeń - rozkład (10.2016)

Wynagrodzenie od:	do:	Ogółem (%)	Sektor prywatny (%)	Skumulowany ogółem (%)	Skumulowany sektor pryw. (%)
0	1850	9	12.8	9	12.8
1850	2173	8.5	10.5	17.5	23.3
2173	2912	18.6	19.5	36.1	42.8
2912	3260	8.2	8.1	44.3	50.9
3260	4347	22	19.7	66.3	70.6
4347	5433	13.7	10.6	80	81.2
5433	6520	7.3	6.1	87.3	87.3



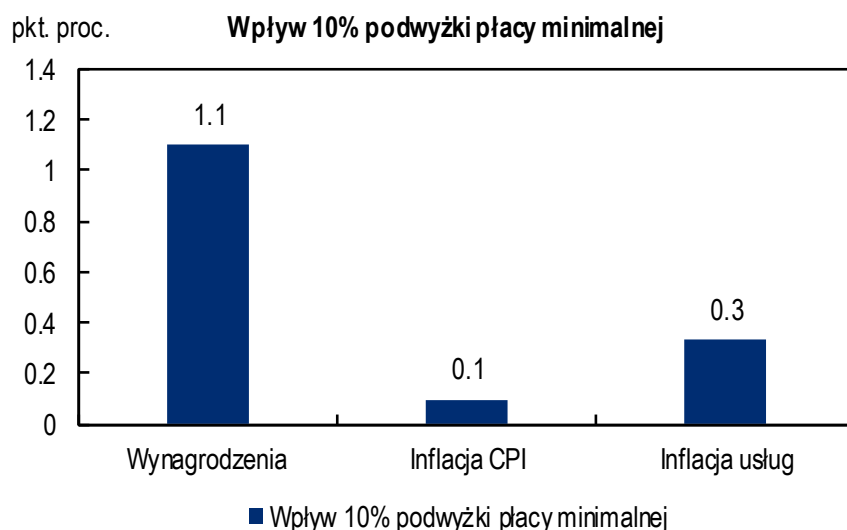
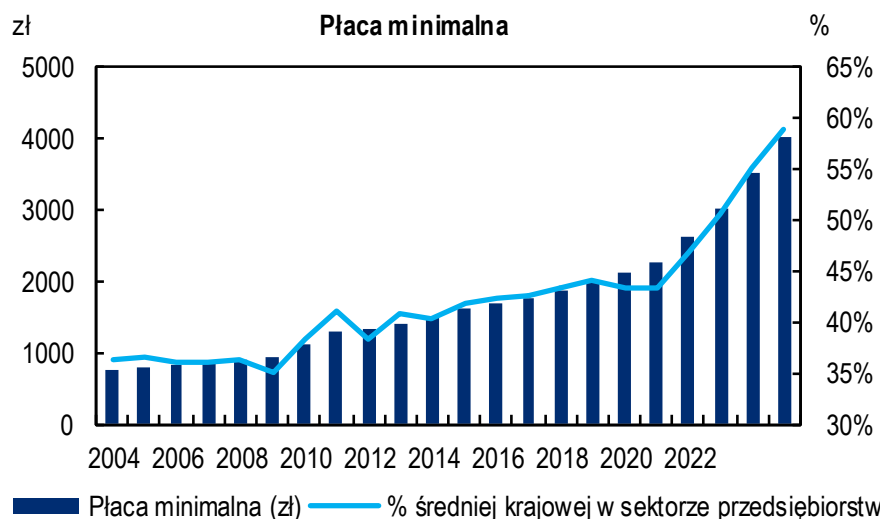
Kierunek 4K

- Podczas konwencji PiS zapowiedziana została podwyżka płacy minimalnej łącznie o 77% w ciągu czterech lat. Na podstawie dotychczasowych zapowiedzi zakładamy, że na początku 2021 płaca minimalna osiągnie 3000 zł, a w 2023/2024 wyniesie 4000 zł.
- Według naszych szacunków podwyżka do 3000 zł obejmie około jednej czwartej pracowników w sektorze prywatnym. Z kolei ostateczny wzrost płacy do 4000 złotych może objąć około 1/3 pracujących.

Szara strefa komplikuje ocenę

- Odsetek osób, które otrzymują wynagrodzenie niższe od minimalnego jest niewielki i wynosi ok. 4%. Można jednak przypuszczać, że wraz ze wzrostem płacy minimalnej będzie się on zwiększał (zakładamy wzrost o 2 pp). Oznacza to, że wzrost płac raportowanych może być nieco wolniejszy niż wynikałoby to z samej skali zmian wynagrodzeń minimalnych.
- Z kolei wpływ podwyżek płac minimalnych na popyt oraz inflację będzie łagodzony przez fakt, że część pracowników (ok. 11%) formalnie otrzymujących płacę minimalną, w rzeczywistości otrzymuje wyższe wynagrodzenie „w kopercie”. Podwyżka płacy minimalnej będzie więc oznaczać tylko zmianę proporcji między „oficjalną” płacą i płacą w „kopercie”.

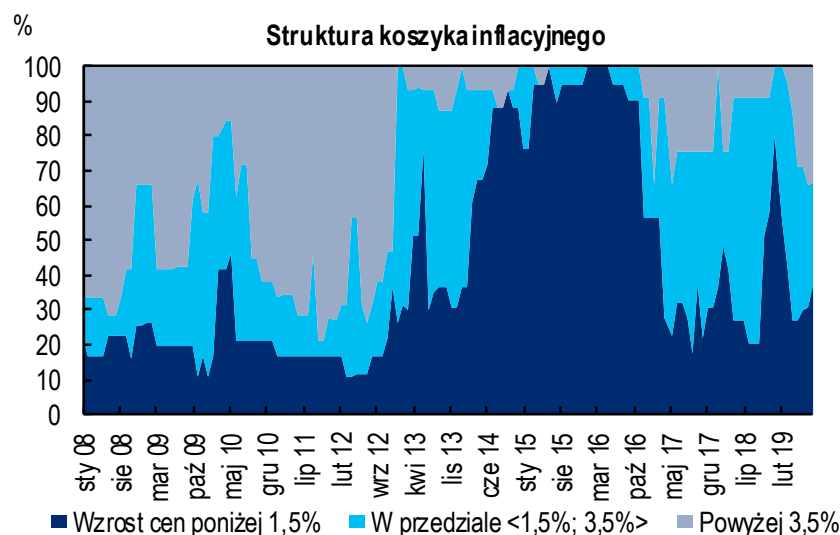
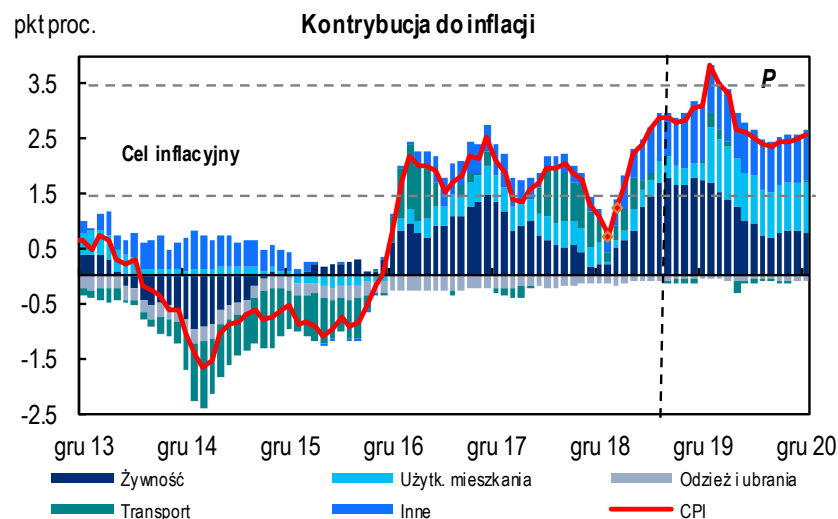
Płaca maksymalnie minimalna



Konsekwencje podwyżki płacy minimalnej

- Dynamiczne podwyżki płac dla osób o najniższych wynagrodzeniach wzmocnią presję płacową w całej gospodarce, w szczególności wśród osób o płacach zbliżonych do mediany. Świadczy o tym choćby fakt, że według naszych szacunków mediana wynagrodzeń już obecnie lekko przekracza 4 tys. złotych, a więc poziom przewidywanej płacy minimalnej.
- Odpowiedź firm na szok kosztowy będzie stanowiła skomplikowaną mieszankę kilku czynników - podwyżek płac, podwyżek cen, częściowego przechodzenia do szarej strefy, zmiany proporcji między oficjalnym i „kopertowym” wynagrodzeniem. Bazując na doświadczeniach innych krajów nie spodziewamy się jednak znacznego spadku zatrudnienia na skutek planowanych zmian.
- Firmy w sektorze produkującym towary podlegające wymianie handlowej zapewne nie będą mogły w pełni przenieść wyższych kosztów na odbiorców. Z kolei ceny usług odnotują zauważalny wzrost.
- **Nasze szacunki dotyczące wpływu wyższej płacy minimalnej na wynagrodzenia i inflację są przedstawione na wykresie obok.**

Inflacja na długo powyżej celu



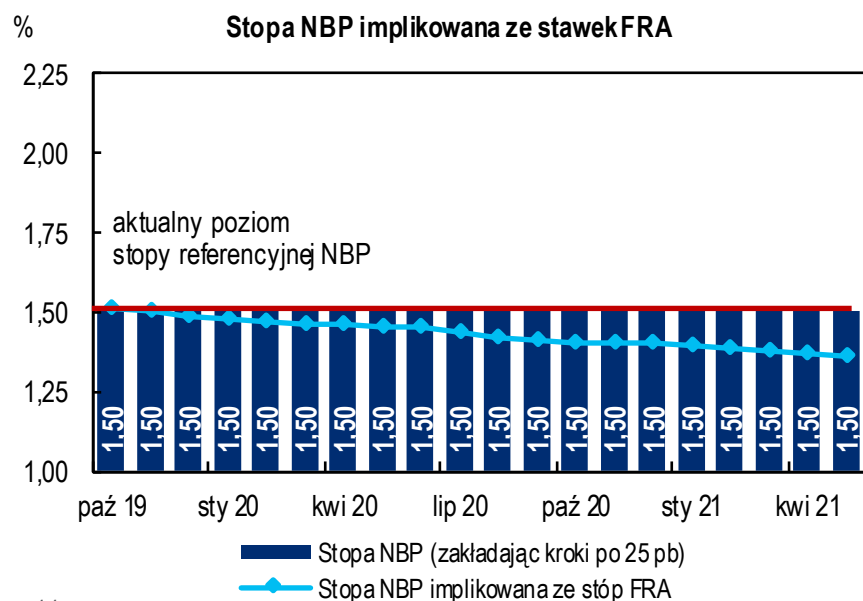
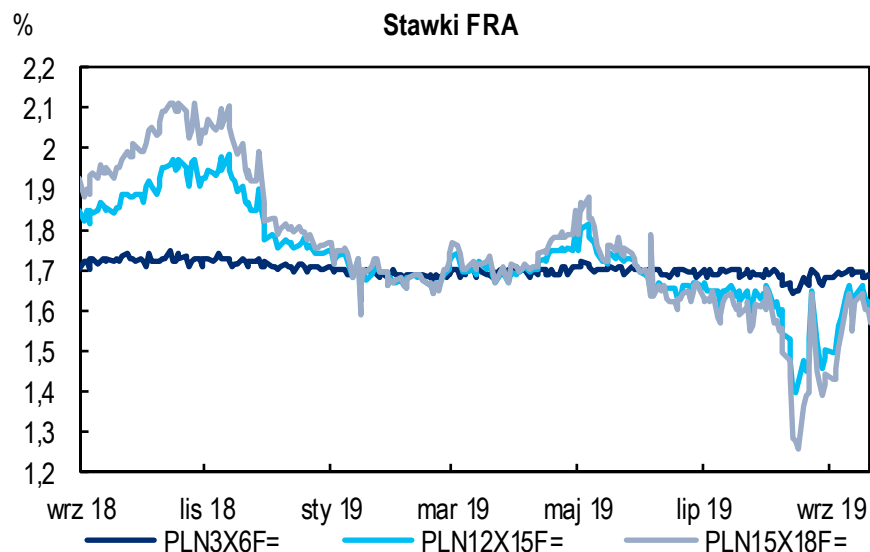
Inflacja może zbliżyć się do 4%

- W sierpniu inflacja wyniosła 2,9% i oczekujemy, że do końca roku może ona przekroczyć 3%. Przyczyni się do tego zarówno stopniowy wzrost inflacji bazowej (efekt silnej konsumpcji), jak i spodziewany wzrost cen paliw na skutek wzrostu cen ropy naftowej i osłabienia złotego.
- Na początku 2020 roku inflacja może zbliżyć się do 4%, jednak w kolejnych miesiącach powinna się obniżyć. Spowolnienie gospodarcze na świecie i niski poziom inflacji w strefie euro sprawiają, że importowany komponent krajowej inflacji powinien się obniżyć.

Powyżej celu przez lata

- Pomimo globalnego spowolnienia oczekujemy, że inflacja w Polsce pozostanie (średniorocznie) powyżej celu. Znaczne podwyżki płacy minimalnej sprawiają bowiem, że ceny usług podtrzymają trend wzrostowy, a wskaźnik CPI powinien w latach 2020-2021 utrzymywać się w granicach 2,5-3% (oczywiście abstrahując od ewentualnych szoków podażowych dotyczących żywności lub paliw).

Polityka pieniężna

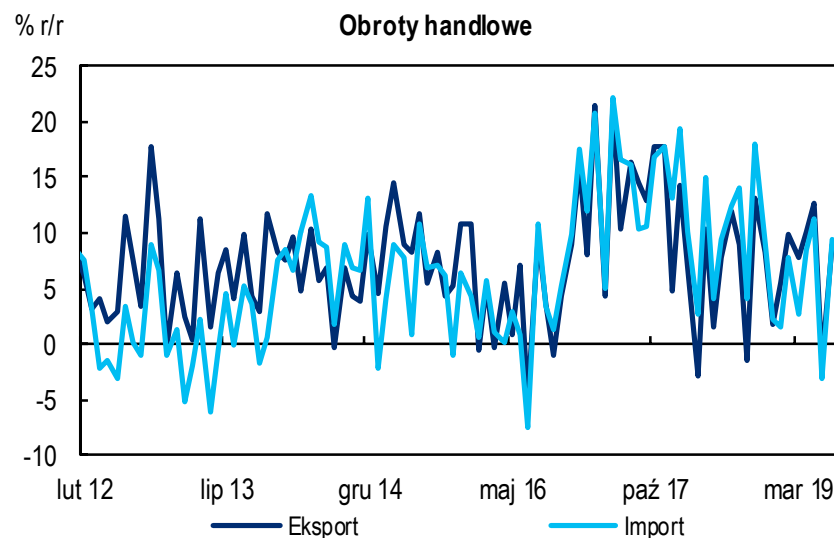
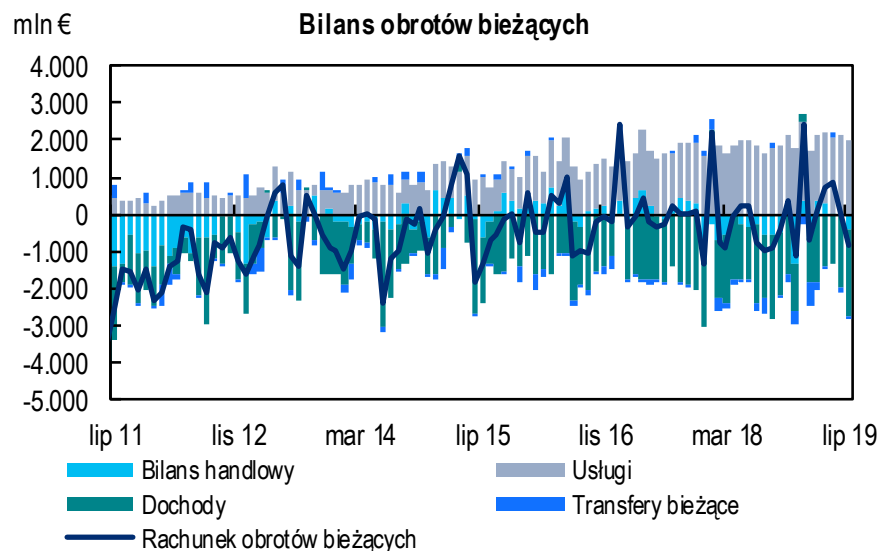


11 Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Bez nerwowych ruchów

- Rada Polityki Pieniężnej trzyma się swojej dotychczasowej polityki i utrzymuje stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Niemniej pojawiają się w Radzie pewne „pęknięcia” – w lipcu zgłoszono wniosek o podwyżkę stóp, podczas gdy we wrześniu padł wniosek o obniżkę. Żaden z wniosków nie uzyskał znaczącego poparcia.
- Spodziewamy się, że RPP będzie utrzymywać stopy bez zmian (1,5%) również w kolejnych miesiącach, zapewne nawet do końca swojej kadencji.
- Z jednej strony globalne spowolnienie i cięcie stóp przez EBC/Fed przemawiają za łagodzeniem polityki pieniężnej w kraju. Z drugiej strony, przy inflacji powyżej celu oraz przy niepewności dotyczącej wpływu przewalutowania CHF na złotego trudno spodziewać się obniżek przez RPP.
- Rynek FRA dyskontuje mniej niż jedną obniżkę w horyzoncie najbliższego roku.

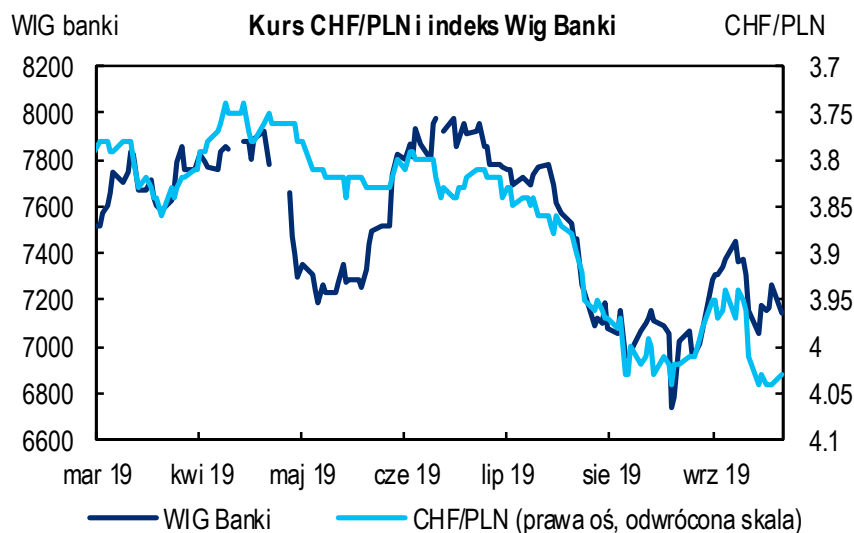
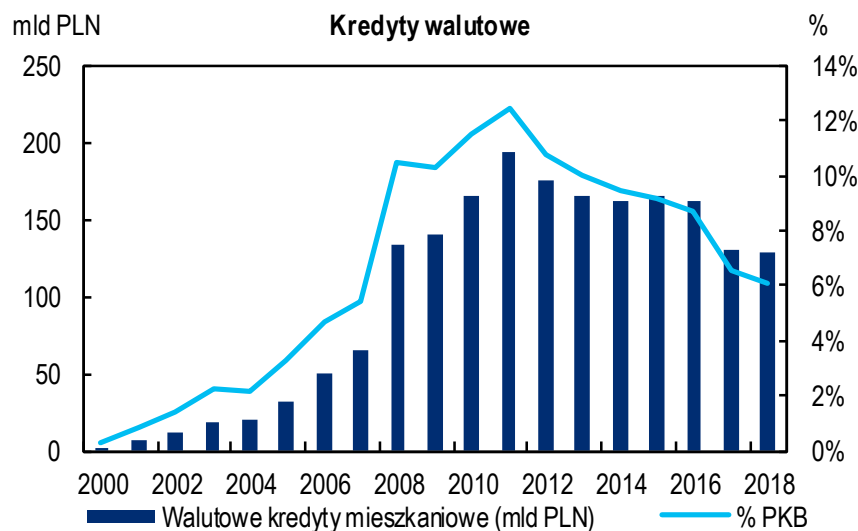
Równowaga zewnętrzna



Dobra sytuacja w obrotach bieżących

- Po trzech miesiącach z rzędu pozytywnych niespodzianek w bilansie obrotów bieżących czerwiec i lipiec przyniosły większe pogorszenie salda obrotów bieżących niż oczekiwano.
- Bilans obrotów bieżących pogorszył się do ok. -0,8 mld EUR z około 0, m.in. za sprawą pogorszenia w bilansie handlowym oraz mniejszego napływu środków unijnych.
- Skumulowane za 12 miesięcy saldo obrotów bieżących nieznacznie pogorszyło się do -0,1% PKB, wobec 0% w maju, ale deficyt jest wciąż znacznie mniejszy niż -0,6% na koniec 2018 r.
- Naszym zdaniem w kolejnych kwartałach import powinien wyraźnie przyspieszyć za sprawą przyspieszenia konsumpcji oraz wzrostu cen ropy, ale deficyt handlowy za cały rok może być znacznie niższy niż oczekiwaliśmy na początku roku.
- Niemniej spodziewane pogorszenie w handlu powinno doprowadzić do rozszerzenia deficytu obrotów bieżących z obecnego poziomu do ok. -0,3%

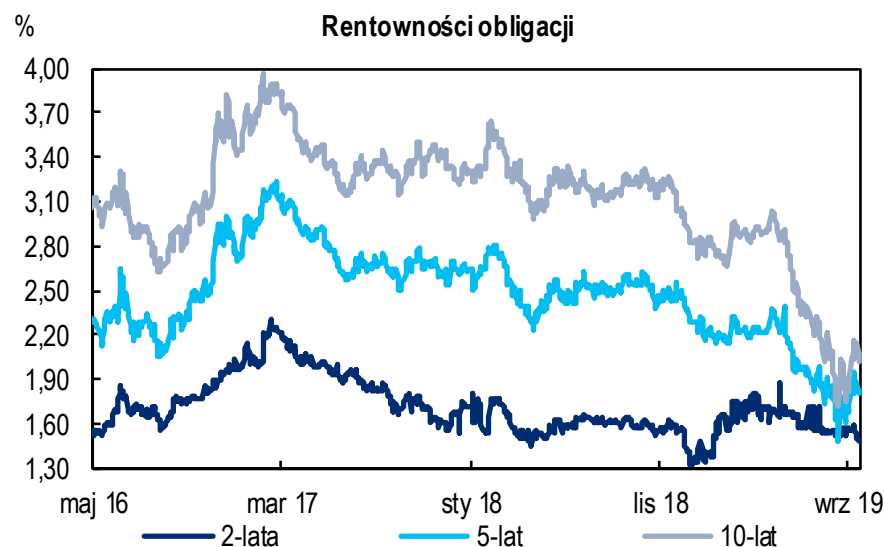
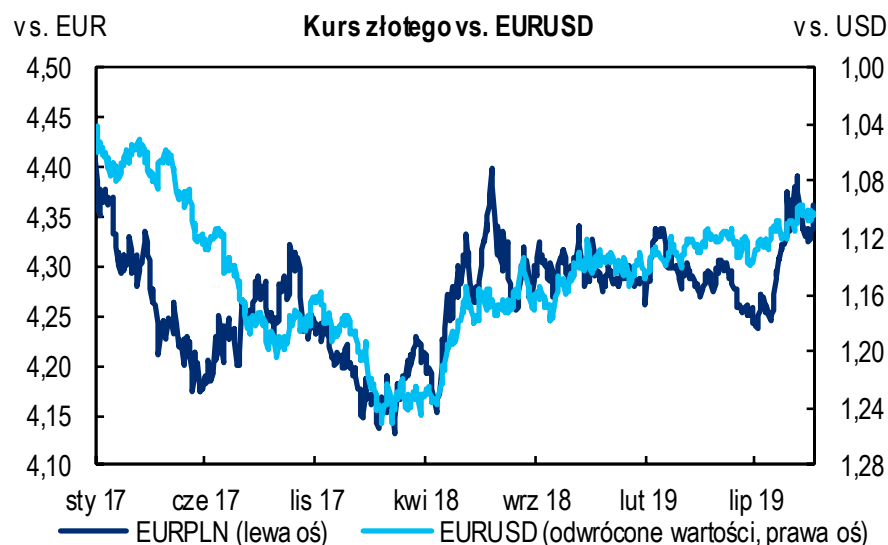
Frankowa saga



Perspektywa przewalutowań

- Temat kredytów walutowych powrócił po dłuższym uśpieniu, tym razem za sprawą oczekiwanego orzeczenia Trybunału Sprawiedliwości UE.
- Samo orzeczenie TSUE nie ma bezpośredniego i natychmiastowego wpływu na sytuację w kraju. W szczególności nie unieważni ono umów kredytowych, ani nie doprowadzi do automatycznego przewalutowania kredytów na złote. Niemniej, może ono mieć istotny wpływ na sposób orzekania przez polskie sądy, a pośrednio może również zachęcić zadłużonych do kierowania spraw do sądu.
- Z punktu widzenia rynkowego bank przewalutowujący kredyt frankowy na złotowy musiałby domknąć swoją pozycję walutową, kupując na rynku CHF (i jednocześnie domknąć pozycję płynnościową). Gdyby przewalutowanie całego portfela miało nastąpić jednorazowo spowodowałoby to znaczną presję na osłabienie złotego.
- Ponieważ jednak wyroki sądów krajowych będą rozłożone na lata spodziewamy się, że proces przewalutowania będzie bardzo stopniowy.
- Konieczność odbudowywania kapitałów przez banki może oznaczać znaczne osłabienie dynamiki kredytowej, negatywnie wpływając na wzrost gospodarczy. Niemniej ze względu na tempo zapadania wyroków, ryzyko to dotyczy raczej lat 2021-2022 niż 2019.

Rynek walutowy i obligacji



14 Źródło: Reuters, Citi Handlowy

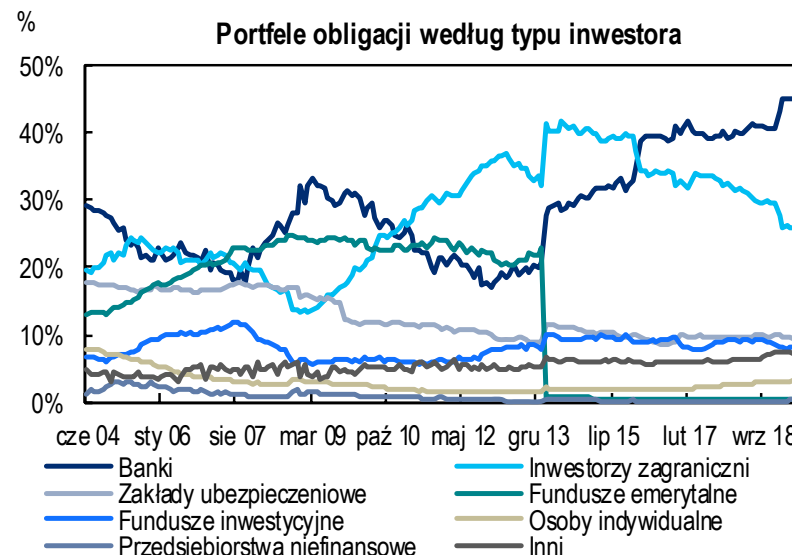
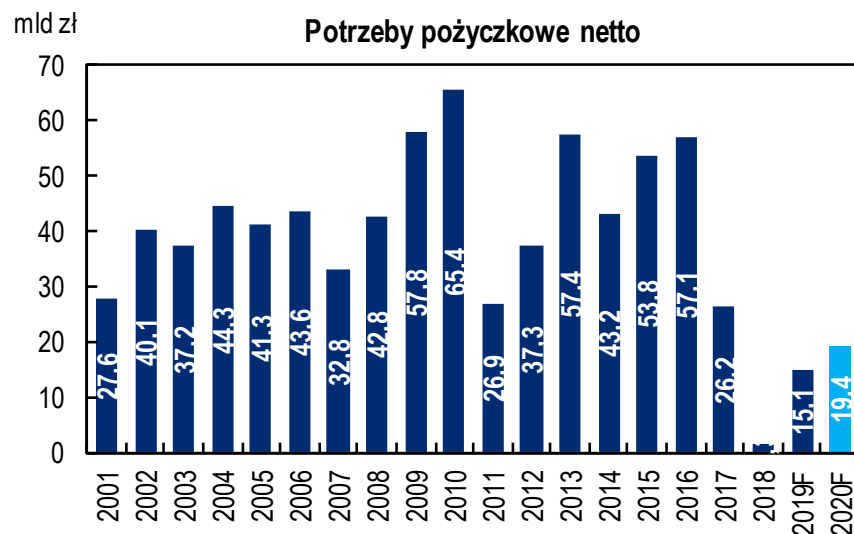
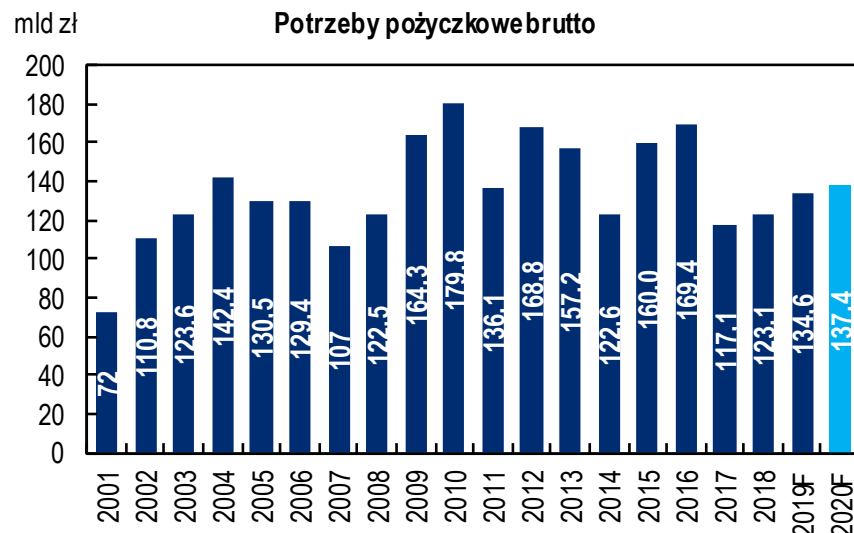
Słabszy złoty

- W okresie „wakacyjnym” złoty był jedną z najsłabszych walut w regionie wobec euro, tracąc na wartości z 4,23 do 4,40. Przyczyniło się do tego umocnienie dolara oraz wzrost obaw o powracającą kwestię kredytów frankowych.
- Oczekiwany wyrok TSUE rozbudza obawy, że banki domykające pozycje powstałe w wyniku przewalutowania kredytów musiałyby na rynku kupować franki, osłabiając złotego.
- W najbliższych tygodniach do podwyższonej zmienności mogą przyczyniać się również nadchodzące wybory. Z drugiej strony mocny wzrost PKB i równowaga w obrotach bieżących oraz łagodna polityka Fed i EBC powinny częściowo niwelować negatywne czynniki.

Rentowności obligacji blisko minimów

- Po przejściowych spadkach rentowności obligacji na rynku krajowym powróciły do około 2%. W tym czasie krzywa swap zanotowała dalsze spłaszczenie i doszło do wzrostu spreadu kredytowego asset swap.
- Okres wyborczy i perspektywy wzrostu inflacji mogą prowadzić do wzrostu rentowności.

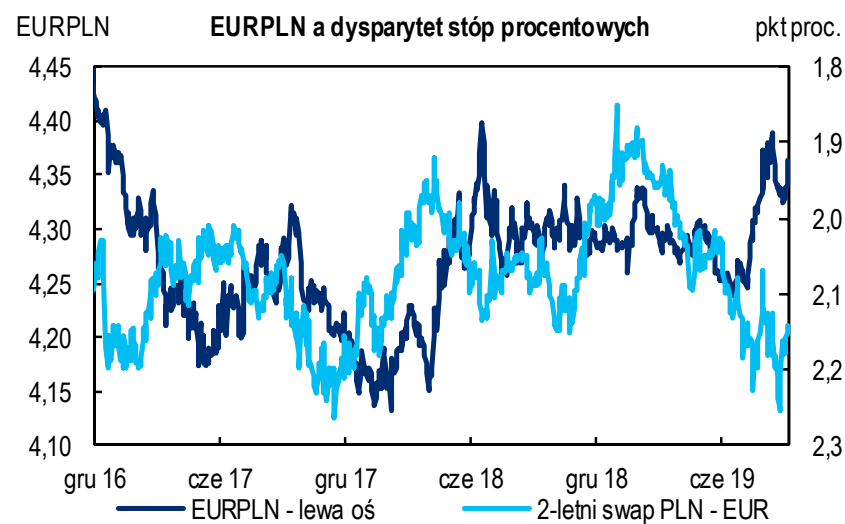
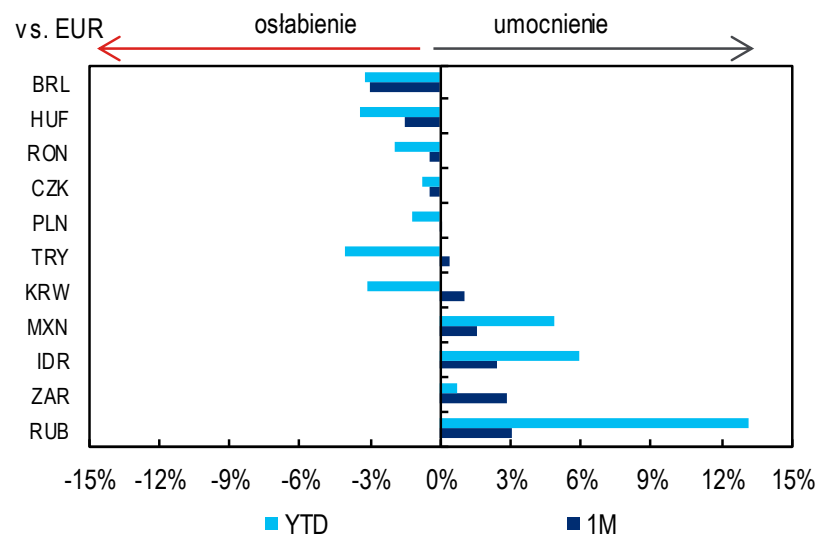
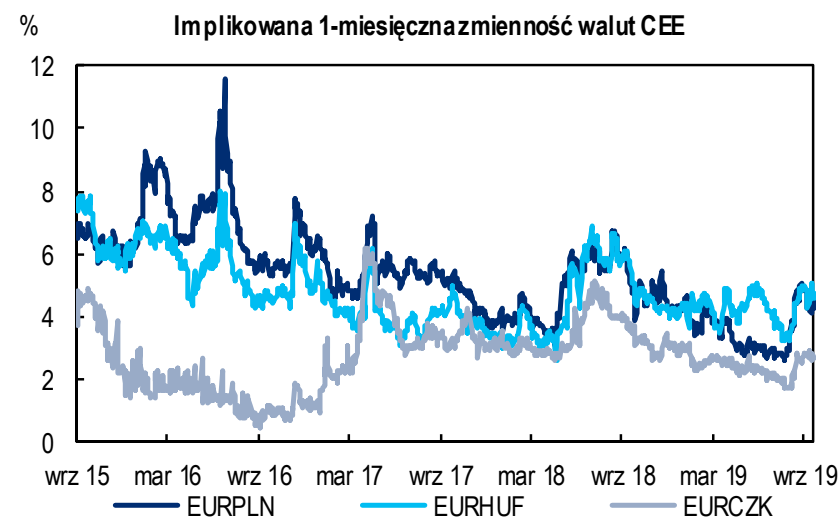
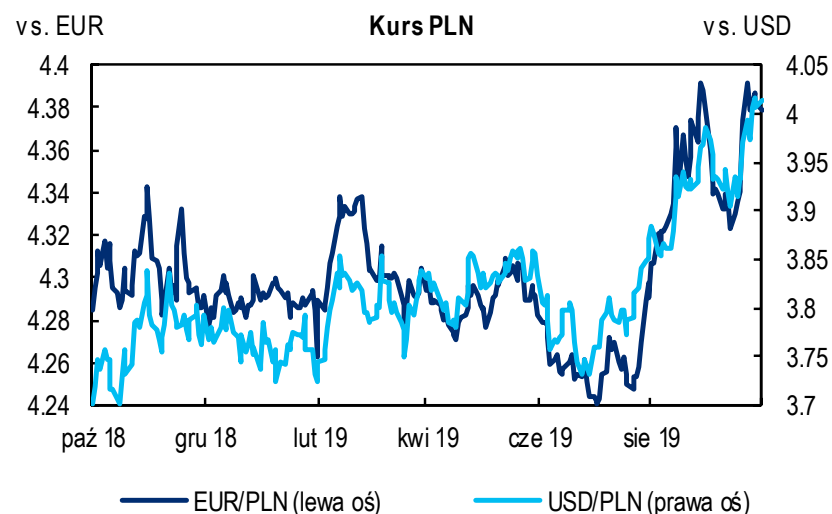
Potrzeby pożyczkowe



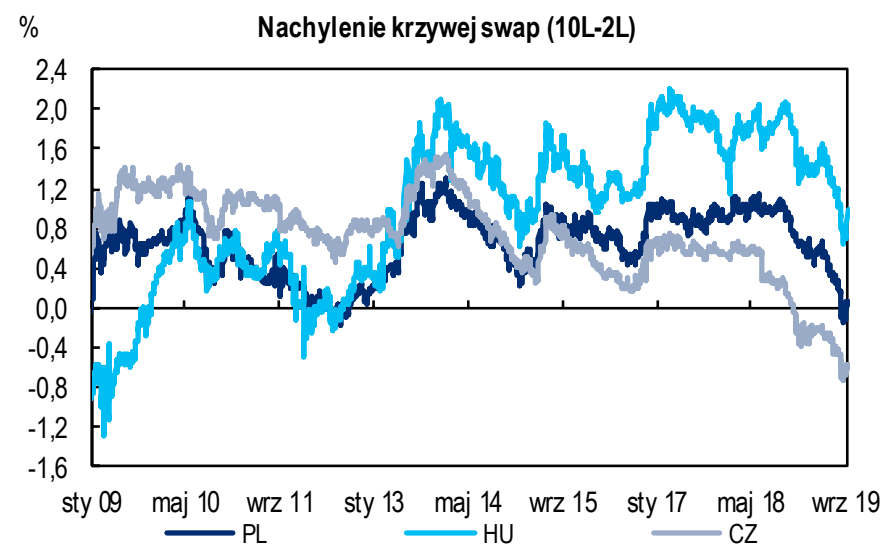
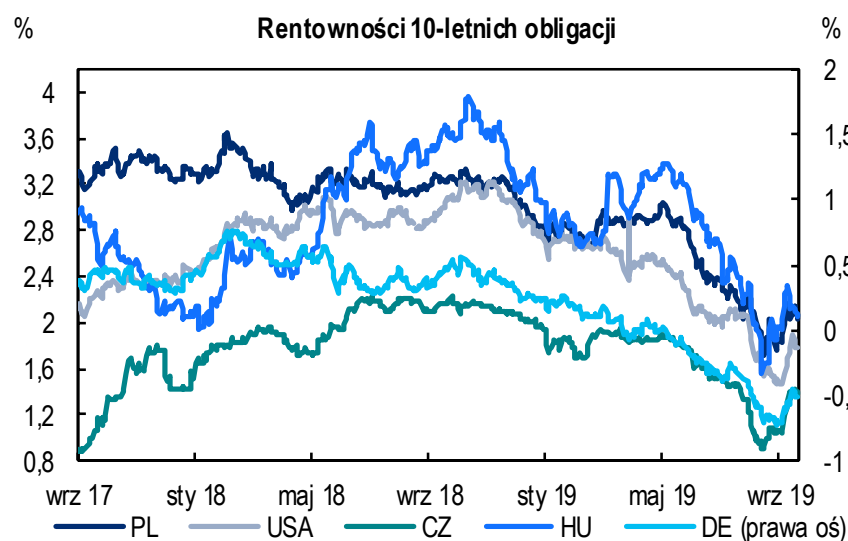
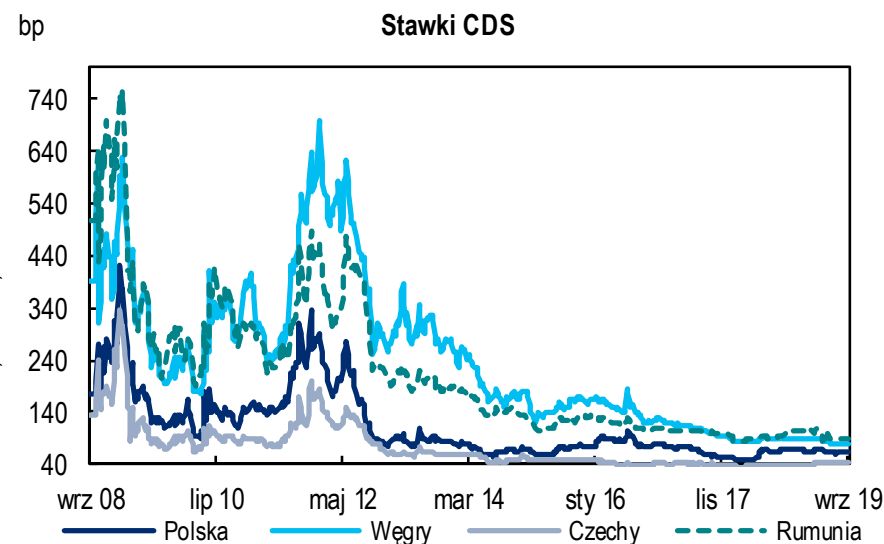
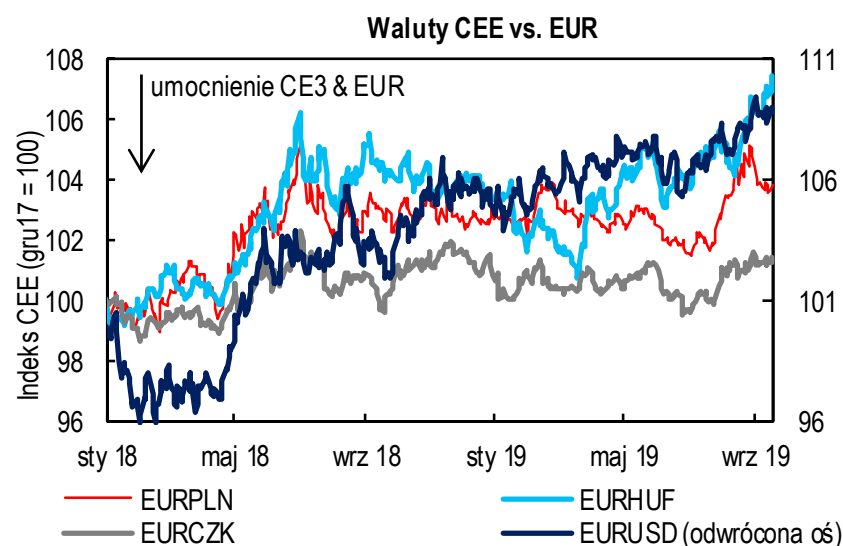
Potrzeby pożyczkowe

- Ministerstwo Finansów prefinansowało już 22% przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych.
- Na koniec sierpnia MF posiadało 67 ml zł depozytów
- Inwestorzy zagraniczni zmniejszyli portfele obligacji krajowych w lipcu o 6 mld zł obligacji.
- W przyszłym roku włączenie Chin do indeksu JP EM GBI może doprowadzić do zmniejszenia zaangażowania inwestorów zagranicznych na krajowym rynku nawet do 10 mld zł.

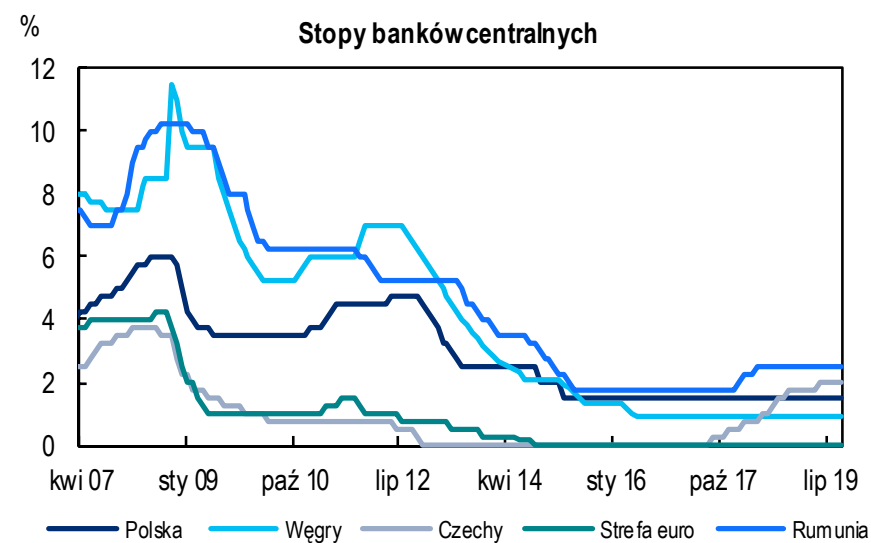
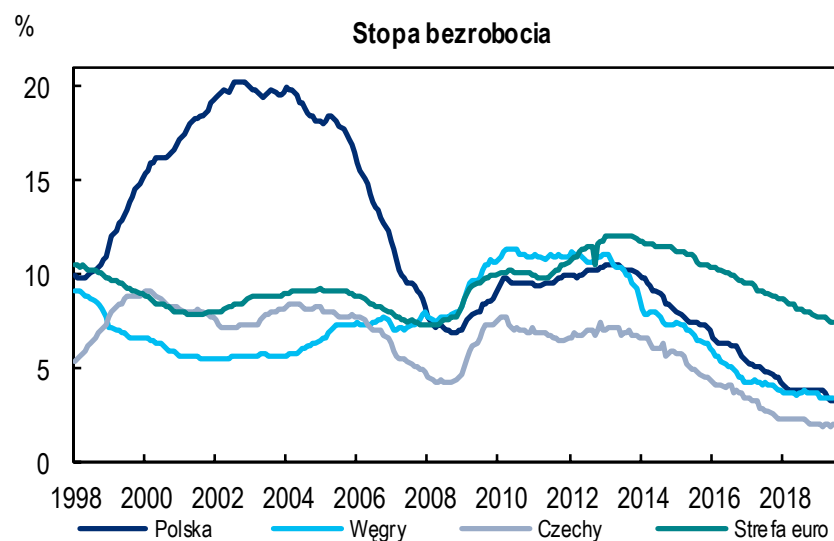
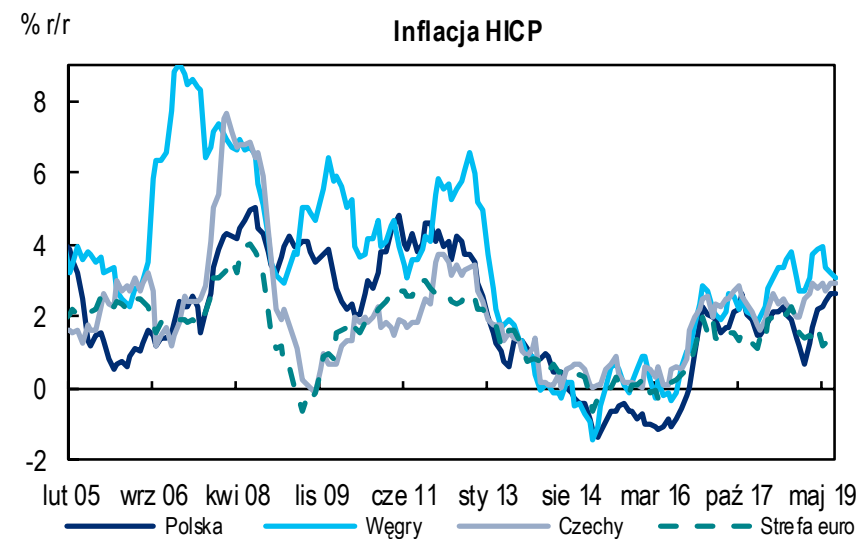
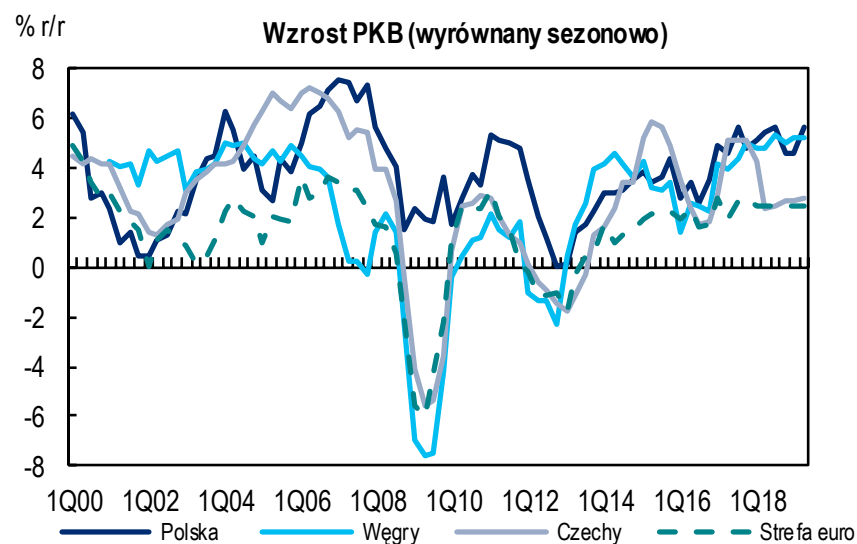
Przegląd rynku walutowego



Długoterminowe wskaźniki rynkowe



Długoterminowe wskaźniki makroekonomiczne



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5.0	2.7	7.4	4.6	2.8	6.0	6.9	5.5	9.2	7.6	-2.6	5.8	-1.3
Produkcja przemysłowa (% m/m)	0.8	3.4	9.9	-3.7	-11.5	7.3	-1.5	9.8	-3.6	-0.1	-5.8	2.8	-6.0
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	5.5	1.9	7.4	4.1	2.2	5.2	7.0	6.3	9.7	7.7	-3.3	6.6	-1.3
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	20.1	16.5	22.5	17.1	12.3	3.2	15.1	10.8	17.4	9.6	-0.7	6.7	2.7
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	6.7	3.6	7.8	6.9	3.9	5.2	5.6	1.8	11.9	5.6	3.7	5.7	4.4
Stopa bezrobocia (%)	5.8	5.7	5.7	5.7	5.8	6.1	6.1	5.9	5.6	5.4	5.3	5.2	5.2
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3.4	3.2	3.2	3.0	2.8	2.9	2.9	3.0	2.9	2.7	2.8	2.7	2.6
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2.0	1.9	1.8	1.3	1.1	0.7	1.2	1.7	2.2	2.4	2.6	2.9	2.9
Inflacja (% m/m)	0.0	0.2	0.4	0.0	0.0	-0.2	0.4	0.3	1.1	0.2	0.3	0.0	0.0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	3.0	3.0	3.2	2.8	2.1	2.2	2.9	2.5	2.6	1.4	0.5	0.5	0.7
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.0	0.5	0.5	-0.4	-1.0	0.2	0.5	0.1	0.4	0.2	-0.5	0.1	0.2
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	6.8	6.7	7.6	7.7	6.1	7.5	7.6	5.7	7.1	7.7	5.3	7.4	6.8
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,005	-876	-405	343	-1,126	2,438	-718	116	720	874	21	-814	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.4	-0.6	-0.7	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-542	-544	-473	99	-1301	364	-377	342	279	-17	-77	-376	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	17432	17372	20695	20226	15907	18511	18310	19641	19411	19606	18068	19239	-
Eksport (% r/r)	8.9	-1.5	13.2	8.1	1.7	5.4	9.9	7.8	10.1	12.7	-1.6	8.8	-
Import f.o.b. (mln EUR)	17974	17916	21168	20127	17208	18147	18687	19299	19132	19623	18145	19615	-
Import (% r/r)	14.0	4.2	18.1	9.2	2.2	1.6	7.8	2.6	8.5	11.3	-3.1	9.5	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2018					2019							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.5	7.9	9.3	9.5	11.6	7.6	9.8	9.9	10.4	9.9	9.3	9.9	-
Depozyty gospod. domow ych (% r/r)	7.4	7.8	9.0	9.5	10.1	10.7	11.2	11.4	11.8	11.7	11.1	10.9	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	6.8	6.0	3.9	4.7	4.3	2.3	4.9	5.7	8.2	7.5	6.7	8.4	-
Kredyty dla gosp. domow ych (% r/r)	5.9	5.3	6.1	6.6	7.0	6.6	6.5	6.9	6.9	6.1	6.0	6.8	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	6.4	6.9	7.2	7.3	7.6	7.4	6.8	7.4	6.6	4.2	4.0	4.3	-
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (średnio)	1.71	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.71	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.35	1.31	1.27	1.11	0.90	1.37	1.48	1.57	1.61	1.54	1.40	1.19	1.30
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.57	1.58	1.56	1.54	1.35	1.49	1.75	1.69	1.69	1.67	1.62	1.56	1.57
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.52	2.55	2.47	2.48	2.29	2.15	2.33	2.20	2.35	2.11	1.98	1.89	1.68
EUR/PLN (koniec okresu)	4.30	4.28	4.34	4.29	4.29	4.26	4.30	4.30	4.28	4.28	4.24	4.29	4.38
USD/PLN (koniec okresu)	3.71	3.69	3.84	3.79	3.74	3.72	3.79	3.84	3.82	3.83	3.73	3.87	3.98
EUR/USD (koniec okresu)	1.16	1.16	1.13	1.13	1.15	1.14	1.14	1.12	1.12	1.12	1.14	1.11	1.10
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetow y skum. (mld PLN)	-1.1	-4.1	-6.5	-11.1	10.4	-6.6	0.8	4.5	0.1	2.2	5.0	4.8	-
Def. budżetow y skum. (% planu)	-2.5%	-10.0%	-15.6%	-26.7%	25.1%	-23.1%	2.8%	15.7%	0.3%	7.6%	17.7%	16.8%	-

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/3)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	478	472	528	586	579	612
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.657	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.245	2.385
PKB per capita (USD)	13.622	14.200	12.421	12.288	13.746	15.267	15.116	15.982
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,3	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,5	4,0
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	8,6	4,8
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,1	4,5	4,5	4,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,4	4,5
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	5,2	6,5
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	5,7	7,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,2	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,4	2,8
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	7,0	8,4
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,47	7,58	7,44	4,91	3,39	7,01	7,90	7,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	4,34	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,40	2,40
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,99	3,79
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,86	3,93
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,39	4,32

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/3)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-3,4	-1,8	-2,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-0,3	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	-5,0	-5,1
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	271,0	311,0
Import	198,5	215,0	188,6	193,2	226,6	260,1	275,9	316,1
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	27,5	28,7
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,3	-24,4
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,5	-0,4	-1,3	-0,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,1	0,1	0,6
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	45,2	44,0

Prognozy długoterminowe

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	4,5	4,0	3,7	3,4	3,1
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,4	2,8	2,7	2,6	2,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,3	-0,5	-0,5	-0,1	0,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,74	3,99	3,79	3,54	3,33	3,17
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,86	3,93	3,63	3,43	3,24
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,39	4,32	4,25	4,23	4,22
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,32	4,36	4,27	4,24	4,23

Prognozy dla gospodarki polskiej (3/3)

Wybrane prognozy kwartalne

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Wzrost PKB (r/r, realnie)	4,2	4,5	4,5	4,3	4,0	3,5	3,6	3,7	3,7	3,7	3,4	3,4	3,4	3,4
Konsumpcja indywidualna (r/r, realnie)	4,5	4,9	5,1	4,8	4,2	3,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inwestycje (r/r, realnie)	8,2	7,2	6,0	5,2	5,0	4,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja CPI (r/r)	2,9	3,1	3,7	2,7	2,5	2,5	2,4	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6
Bezrobocie rejestrowane	5,1	5,3	5,7	5,2	5,1	5,3	6,0	5,6	5,4	5,6	6,4	5,7	5,5	5,8
Bezrobocie wg BAEL	3,2	3,4	3,8	3,3	3,2	3,4	4,1	3,7	3,5	3,7	4,5	3,8	3,6	3,9
Wynagrodzenie (gospodarka narodowa)	7,0	6,8	7,4	7,8	8,4	8,5	8,8	9,1	8,7	8,7	9,0	8,8	8,6	8,6
Stopa referencyjna NBP (koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M (koniec okresu)	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
EUR/PLN (koniec okresu)	4,38	4,39	4,38	4,37	4,34	4,32	4,29	4,27	4,25	4,25	4,25	4,24	4,24	4,23
USD/PLN (koniec okresu)	4,01	3,99	3,98	3,97	3,88	3,79	3,70	3,62	3,54	3,54	3,48	3,42	3,37	3,33

Źródło: 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

citi handlowy[®]

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.