

CitiMonthly

Głębsza recesja a po niej odbicie

- Od wprowadzenia ograniczeń mających na celu powstrzymanie epidemii minął ponad miesiąc. W ostatnich dniach poznaliśmy pierwsze twarde dane o stanie gospodarki w marcu i indeksy koniunktury za kwiecień. Mamy obecnie również nieco większe pojęcie na temat ścieżki znoszenia dotychczasowych ograniczeń i „odmrażania” gospodarki.
- Dzięki tym danym jesteśmy w stanie lepiej ocenić skalę reakcji polskiej gospodarki na szok pandemiczny. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki szacujemy, że PKB w całym 2020 roku spadnie o około 5% (poprzednia prognoza -3,2%).
- Trzeci kwartał przyniesie zapewne wyraźne odbicie aktywności, ale powrót PKB do poziomów przedkryzysowych potrwa znacznie dłużej.
- Oczekujemy spadku inflacji poniżej 1% na początku przyszłego roku, podczas gdy wskaźnik inflacji bazowej może spaść poniżej zera.
- W obliczu silnego szoku popytowego oraz perspektywy spadku CPI bank centralny będzie utrzymywał łagodną politykę monetarną. Spodziewamy się kontynuacji programu zakupu aktywów i utrzymania stopy referencyjnej na rekordowo niskim poziomie.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

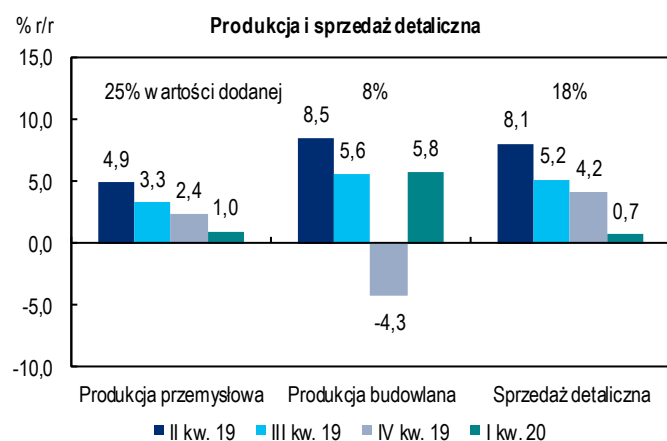
Pogłębiona recesja

Od wprowadzenia ograniczeń mających na celu powstrzymanie epidemii minął ponad miesiąc. W ostatnich dniach poznaliśmy pierwsze twarde dane o stanie gospodarki w marcu i miękkie wskaźniki za kwiecień. Mamy obecnie również nieco większe pojęcie na temat ścieżki znoszenia dotychczasowych ograniczeń i „odmrażania” gospodarki. Jest to więc odpowiedni moment aby przyrzeć się prognozom i skorygować je o ostatnio napływające informacje.

Nie taki straszny pierwszy kwartał?

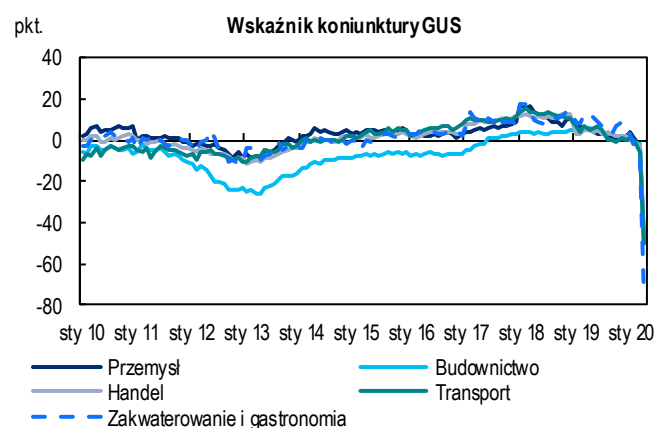
Dane za marzec same w sobie niewiele zmieniają w ocenie stanu gospodarki w I kwartale. Tak jak można było się spodziewać najgłębsze spadki w ujęciu miesięcznym odnotowano w przypadku sprzedaży detalicznej (-13,2% m/m), nieco mniejsze w produkcji przemysłowej (-7,2%), a relatywnie największą odpornością wykazało się budownictwo (-3,6%). Spoglądając na te dane i próbując ocenić ich znaczenie warto pamiętać, że uśredniają one dwie rzeczywistości – pierwsze dwa tygodnie marca, które pod wieloma względami można uznać za „normalne”, a także ostatnie dwa tygodnie, w których gospodarka zamarła. Zazwyczaj powyższe trzy wskaźniki (produkcja przemysłowa i budowlana oraz sprzedaż detaliczna) mogą łącznie dosyć dobrze przybliżyć zmiany zachodzące w PKB. Gdyby użyć ich jako wsadu do modelu, sugerowałyby one wzrost PKB w I kwartale o nieco mniej niż 3%. Tym razem jednak sytuacja jest wyjątkowa, gdyż najbardziej dotknięte sektory usługowe, w tym transport, hotele i restauracje, nie są uwzględnione w dostępnych danych miesięcznych. Próbuąc doszacować wpływ tego czynnika otrzymujemy wynik niższy – PKB spada o około 0,4% kw/kw, a roczny wzrost gospodarczy obniża się do około 1,9% (wobec 3,2% w IV kwartale).

Wykres 1. Wzrost gospodarczy w I kw. będzie wypadkową niezłego stycznia-lutego i wyjątkowo słabego marca



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Indeksy koniunktury sugerują jeszcze głębsze spadki produkcji i sprzedaży detalicznej w kwietniu



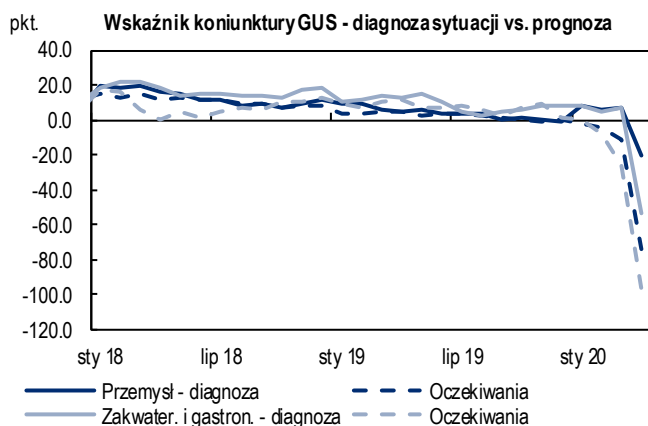
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Głębsza recesja w całym 2020 roku

Wyniki gospodarki w I kwartale mają niewielkie znaczenie biorąc pod uwagę, że to drugi kwartał zostanie nieporównywalnie bardziej dotknięty przez efekty pandemii. Najnowsze wskaźniki koniunktury wskazują na niespotykane dotychczas załamanie aktywności w kwietniu we wszystkich sekcjach, w tym szczególnie głębokie spadki w zakwaterowaniu

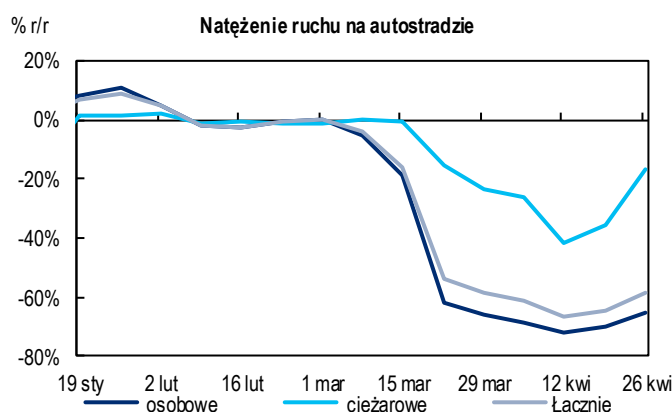
i gastronomii. Również dane o wysokiej częstotliwości (dziennie i tygodniowe), które uwzględniamy w naszym Tygodniowym Monitorze Aktywności¹ sugerują, że w kwietniu nie nastąpiła żadna istotna poprawa aktywności w porównaniu z poprzednim miesiącem. Zużycie energii elektrycznej ustabilizowało się na bardzo niskim poziomie, a skala przejazdów pojazdów ciężarowych zmniejszyła się jeszcze bardziej (wykresy 4-5). Prosty model wykorzystujący zużycie energii jako zmienną objaśniającą sugeruje, że produkcja przemysłowa mogła pogłębić spadki w kwietniu, obniżając się o około 10% m/m. Z punktu widzenia przewidywania sytuacji w kolejnych miesiącach warto podkreślić również wspólny wzorzec ujawniający się we wskaźnikach koniunktury – niezależnie od sekcji komponenty obrazujące przewidywaną sytuację notują znacznie głębsze spadki niż komponenty odpowiadające za ocenę bieżącej sytuacji.

Wykres 3. Progностyczne składowe indeksy koniunktury spadają szybciej niż wskaźniki oceny bieżącej sytuacji



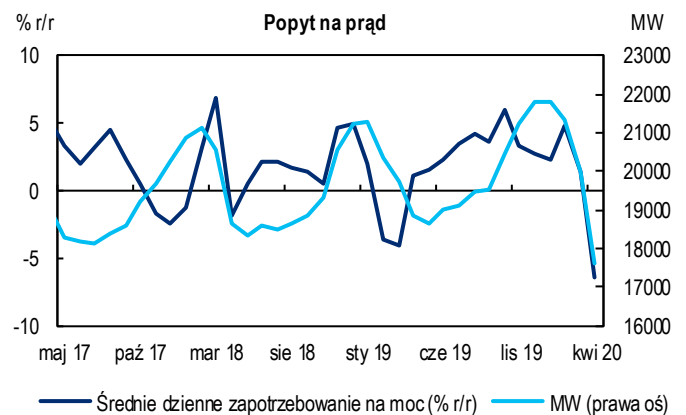
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 5. Natężenie ruchu na autostradach spadało szybciej w kwietniu



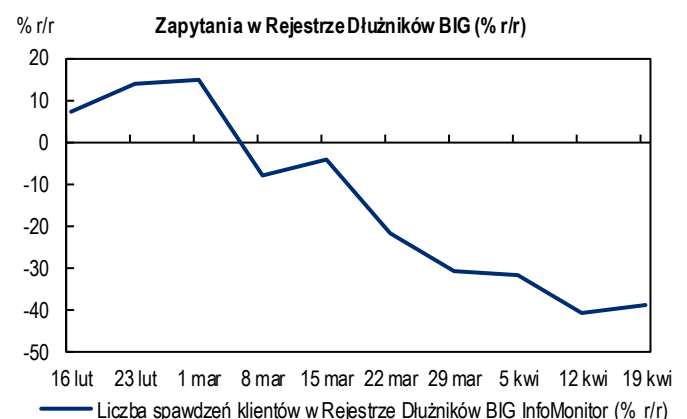
Źródło: Stalexport, Citi Handlowy, *dane dotyczą odcinka A4 Kraków-Katowice

Wykres 4. Popyt na prąd ustabilizował się w kwietniu na bardzo niskim poziomie



Źródło: PSE, Citi Handlowy

Wykres 6. Niższa liczba zapytań w rejestrze dłużników sugeruje spadającą liczbę kontraktów biznesowych



Źródło: BIG, Citi Handlowy

O tym jak głęboka okaże się recesja w II kwartale zdecyduje ścieżka odchodzenia od dotychczasowych restrykcji (*lockdown*). Nasza „reguła kciuka” wskazuje, że każde dwa tygodnie przedłużającego się okresu obostrzeń odejmuje ze wzrostu PKB około 1,5 punktu procentowego. Oznacza to, że nawet pozornie nieduże zmiany w planie „odmrażania”

¹ Tygodniowy monitor aktywności jest regularnie publikowany w naszych raportach tygodniowych.

gospodarki mogą prowadzić do znacznych, nawet kilkupunktowych rewizji prognoz gospodarczych.

Wiele wskazuje na to, że proces przywracania gospodarki do życia będzie wolniejszy niż zakładaliśmy przed miesiącem. Na razie ruszył pierwszy etap zakładający otwarcie od 20.04. parków i lasów, ale zmiany te nie mają większego wpływu na aktywność ekonomiczną. Drugi etap łagodzenia restrykcji ma ruszyć od 4 maja (pierwotnie miał on przypaść na 27 kwietnia lub 4 maja, więc wybrany został późniejszy termin). Etap ten obejmie między innymi otwarcie hoteli, muzeów, bibliotek oraz sklepów w galeriach handlowych. W tym ostatnim przypadku otwarcie nastąpiło nieco szybciej niż wcześniej zakładano (w drugim a nie trzecim etapie), co powinno pozytywnie wpływać na aktywność gospodarczą. Mimo przyspieszenia w tym konkretnym przypadku, ogólne tempo „odmrażania” jest powolne. Po pierwsze, hotele ruszą po majówce, co oznacza, że okres zwyczajowo największej aktywności w tej sekcji nie zostanie objęty złagodzeniem restrykcji. Po drugie, choć centra handlowe zostaną oficjalnie otwarte 4 maja, pierwszy weekend, gdy tradycyjnie obroty są największe, przypadnie dopiero tydzień później, czyli 9 maja. Nawet wówczas ruch w centrach handlowych może być znacznie mniejszy niż zazwyczaj i trudno mówić o szybkim powrocie do normalności. Po trzecie w ostatnich tygodniach wyraźnie opóźniono datę otwarcia szkół – przynajmniej do 25 maja (w naszych początkowych prognozach zakładaliśmy, że dojdzie do tego po majówce). Tak jak sygnalizowaliśmy w naszych poprzednich raportach bez powrotu dzieci do szkół nie będzie możliwy powrót rodziców i opiekunów do pełnej aktywności ekonomicznej. W sumie oznacza to, że okres „przytłumionej” aktywności będzie trwać przynajmniej dwa tygodnie dłużej niż pierwotnie zakładaliśmy. Co więcej, długotrwały *lockdown* oraz konieczność noszenia masek w miejscach publicznych oznaczają, że nawet gdy gospodarka zacznie się otwierać, liczba interakcji społecznych będzie mniejsza niż przed pandemią, a gospodarka będzie działać poniżej swojego potencjału.

Przedłużający się okres *lockdownu* oznacza, że recesja w 2020 roku będzie głębsza niż dotychczas szacowano. Nasza zaktualizowana prognoza zakłada 5% spadek PKB w tym roku, zarówno na skutek spadku konsumpcji, jak i głębokiego spadku nakładów inwestycyjnych (Tabela 1).

Tabela 1. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne dla Polski

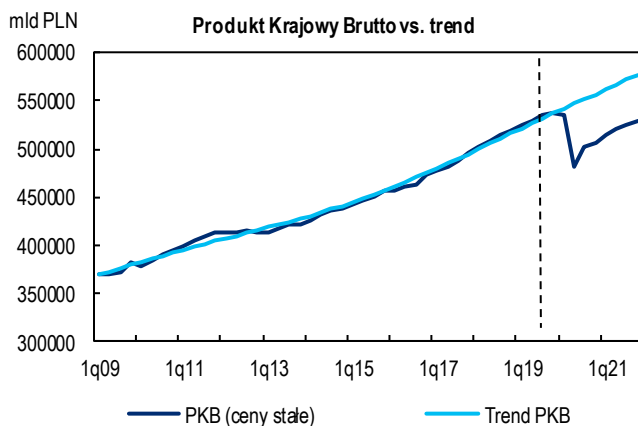
(%/r/r)	2019	2020P	2021P	2022P
Wzrost PKB	4,1	-5,0	3,8	3,2
Konsumpcja prywatna	3,9	-4,7	5,8	3,0
Inwestycje	6,9	-19,1	10,2	4,3
Inflacja (% średnia)	2,3	3,0	1,6	2,4
Bezrobocie rejestrowane (% ,koniec okresu)	5,2	10,5	9,7	9,0
Deficyt fiskalny (% PKB)*	-0,7	-8,7	-7,9	-6,2
Dług publiczny (% PKB)**	43,8	55,1	58,6	60,3

Źródło: szacunki Citi Handlowy, GUS, MF. * deficyt sektora rządowego i samorządowego, **dług publicznym według metodologii krajowej (ok. 2 pkt proc. poniżej długu sektora rządowego i samorządowego).

Choć kwestia głębokości recesji stymuluje wiele publicznych dyskusji, naszym zdaniem zdecydowanie bardziej istotne jest to jak będzie przebiegać ożywienie. Ścieżka odbicia PKB nie będzie precyzyjnie odwzorowywać żadnej z liter alfabetu łacińskiego. Jeżeli rzeczywiście

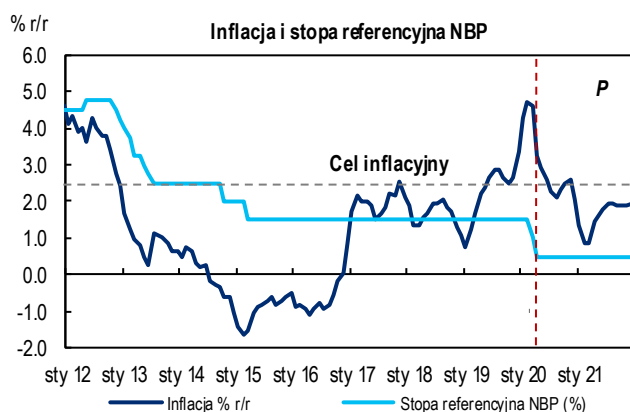
dojdzie do zniesienia większości ograniczeń w trakcie II kwartału, to trzeci kwartał automatycznie przyniesie wyraźne odbicie. Niemniej jego kształt będzie tylko częściowo przypominał literę „V”, gdyż „prawe ramie” będzie krótsze. Spodziewamy się bowiem, że w III kwartale uda się gospodarce odrobić tylko część wcześniejszych strat, a powrót do poziomów sprzed wybuchu pandemii będzie długotrwały i może nawet nie zakończyć się przed 2022 rokiem (wykres 7). Wzorec konsumpcji ulegnie zmianie, częściowo na skutek preferencji konsumentów, a częściowo zapewne na skutek rekomendacji władz. W szczególności spodziewamy się, że część osób będzie zachowywać większy dystans społeczny, przez co wzrost biznesów związanych z hotelami, restauracjami, sztuką i rozrywką, może być wolniejszy niż dotychczas.

Wykres 7. PKB najprawdopodobniej nie powróci do poziomów przedkryzysowych wcześniej niż w 2022 roku, a powrót do trendu wydaje się jeszcze mniej prawdopodobny



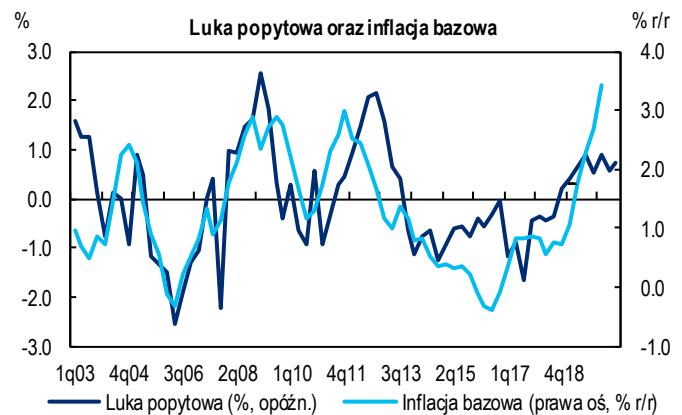
Źródło: Citi Handlowy, Eurostat

Wykres 9. Inflacja CPI prawdopodobnie znacznie spadnie w ciągu kolejnych dwunastu miesięcy a inflacja bazowa może spaść poniżej zera



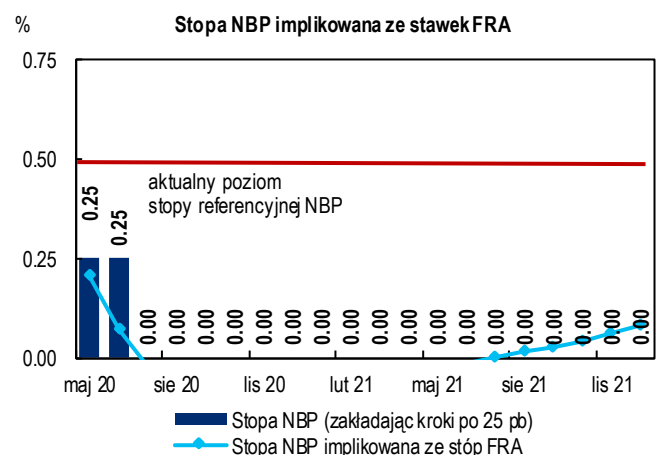
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 8 Historyczna korelacja luki popytowej i inflacji bazowej sugeruje, że szok pandemiczny może silnie obniżyć CPI



Źródło: Citi Handlowy, NBP Eurostat,

Wykres 10. Rynek FRA oczekuje kolejnych obniżek stop.



Źródło: Citi Handlowy

Nasza prognoza jest relatywnie optymistyczna po tym względem, że zakłada, iż ewentualne kolejne fale COVID-19 (na jesieni lub na początku 2021 roku) będą ekonomicznie mniej dotkliwe niż obecna. Można zakładać, że z czasem konsumenci nauczą się uczestniczyć w życiu

ekonomicznym jednocześnie minimalizując ryzyko zarażenia, a pracodawcy będą lepiej przygotowani aby zapewnić bezpieczne miejsce pracy (minimalizując w ten sposób skalę transmisji choroby). Ponadto dzięki dodatkowemu czasowi rządy będą mieć szansę przygotować służbę zdrowia na wypadek kolejnych fal pandemii, unikając w ten sposób konieczności ponownego zamykania gospodarki. Jest to nasz scenariusz bazowy, który pozwala oczekiwać blisko 4% wzrostu w 2021 roku. Oczywiście oprócz tego scenariusza należy brać pod uwagę mniej korzystne alternatywy. Gdyby nawracające fale epidemii były podobnie dotkliwe, wówczas scenariusz odbicia w kształcie „V” musiałby zostać zamieniony na scenariusz „W”.

Od inflacji do deflacji

Załamanie popytu popchnie inflację w dół. Na początku roku inflacja wyraźnie zaskoczyła w górę i obecnie oscyluje w pobliżu 5%. Susza i słaby złoty mogą być czynnikami proinflacyjnymi w najbliższych miesiącach, jednak w naszej ocenie nie wystarczą do utrzymania CPI na wysokim poziomie. Szok związany z pandemią i zamknięciem gospodarki popchnie PKB znacznie poniżej dotychczasowego trendu (wykres 7), a w najbliższych kwartałach nie będzie większych szans na powrót do poziomów przedkryzysowych. Biorąc pod uwagę historyczną korelację między luką popytową i inflacją bazową, można przypuszczać, że szok tej skali doprowadzi do wyraźnego obniżenia inflacji w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy. Według naszych prognoz wskaźnik CPI spadnie poniżej 1% na początku 2020 roku, a inflacja bazowa może nawet wkroczyć w terytorium deflacyjne (Tabela 2).

W warunkach niemal deflacyjnych Rada Polityki Pieniężnej zapewne będzie podtrzymywała akomodacyjną politykę monetarną. Kwestia dodatkowych obniżek stóp procentowych jest wciąż otwarta i takiej możliwości nie można wykluczyć. Niemniej na tym etapie i przy działającym programie skupu aktywów trudno nam dostrzec istotne korzyści obniżek (potencjalne koszty za to mogłyby uwzględniać na przykład dalsze osłabienie złotego). Gospodarka zdecydowanie bardziej niż obniżek stóp procentowych wydaje się potrzebować akomodacyjnej polityki fiskalnej. Dlatego program skupu aktywów przez NBP ma szansę mieć bardziej pozytywny wpływ na aktywność gospodarczą niż zmiany stóp. Biorąc to wszystko pod uwagę w naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian zarówno w 2020 jak i 2021 roku.

Tabela 2. Miesięczne prognozy inflacyjne

	kwi-20	maj-20	cze-20	lip-20	sie-20	wrz-20	paź-20	lis-20	gru-20	sty-21	lut-21	mar-21	kwi-21	maj-21	cze-21
CPI r/r	3.2	2.9	2.6	2.3	2.1	2.3	2.5	2.6	2.0	1.4	0.9	0.8	1.5	1.6	1.8
CPI m/m	-0.2	-0.1	0.0	-0.3	-0.1	0.2	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	0.1	0.1
Inflacja bazowa r/r	3.2	3.3	2.7	2.2	1.8	1.7	1.7	1.7	1.0	0.1	-0.5	-0.7	-0.7	-0.4	-0.1

Źródło: GUS, NBP, prognozy Citi Handlowy

Tabela 3. Wybrane prognozy kwartalne

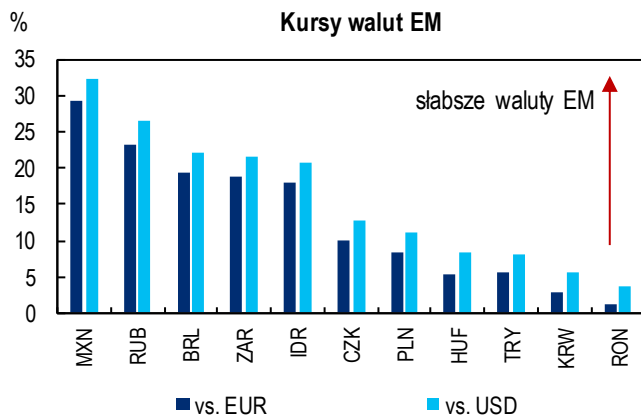
	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21
Wzrost PKB	1.9	-9.0	-6.6	-5.7	-2.9	8.3	4.8	4.4
Konsumpcja	1.6	-11.6	-5.4	-3.6	-0.6	13.8	6.2	4.0
Inwestycje	-0.2	-27.8	-23.0	-19.4	-13.9	21.5	14.9	10.8
Bezrobocie rejestrowane (%)	5.4	8.1	9.9	10.5	11.0	10.6	10.2	9.7

Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Rynek walutowy

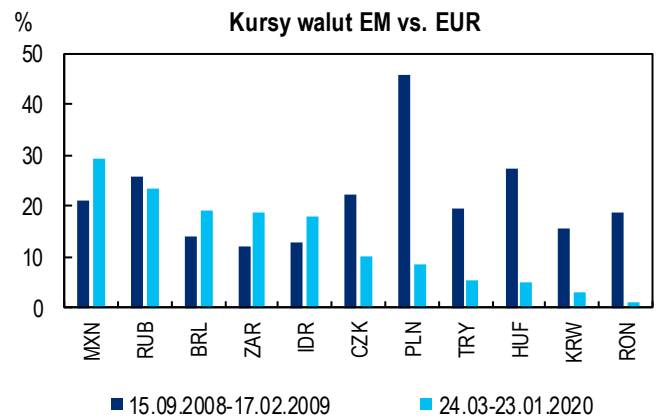
Oslabienie złotego w ostatnich tygodniach było znaczne jeśli weźmiemy pod uwagę wyjątkową stabilizację i rekordowo niską zmienność kurs EURPLN w 2019 r. Jednak łączna skala osłabienia na poziomie ok. 8,5% wobec euro i ok. 11% wobec dolara jest niewielka w porównaniu do łącznej skali deprecjacji krajowej waluty z przełomu 2008-2009 r. Tempo osłabienia jest również wolniejsze mimo, że obecny kryzys ma doprowadzić do znacznie głębszej, zsynchronizowanej recesji na świecie. Naszym zdaniem może to wynikać z trzech czynników: przede wszystkim reakcja banków centralnych na szok gospodarczy była niemal natychmiastowa w porównaniu do okresu sprzed 10 lat i władze monetarne Fed, EBC, Banku Japonii i innych banków „zalały” rynek pieniądzem, a rządy wielu krajów zapowiedziały duże programy fiskalne. Po drugie, polska gospodarka jest obecnie wyjątkowo zrównoważona, posiada nadwyżkę w obrotach bieżących, relacja kredytów walutowych do PKB jest znacznie mniejsza niż w 2008 r. i nie istnieje problem opcji walutowych. Po trzecie od czasu poprzedniego kryzysu zarówno rządy, jak i bank centralny „zarządzały” oczekiwaniami co do preferowanego tempa zmian i poziomów kursu złotego, tzn. bank centralny interweniował gdy kurs EURPLN umacniał się do 3,85 (2010 r.) i gdy nadmiernie się osłabiał (koniec 2011 r.). W rezultacie złoty uniknął w ostatnich latach nadmiernej aprecjacji i deprecjacji. Spadek zmienności na rynkach nieco pomógł złotemu ustabilizować się na poziomie powyżej 4,50.

Wykres 11. Skala osłabienia złotego była umiarkowana w porównaniu do innych walut EM ...



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 12. ... i niewielka w porównaniu do poprzedniego kryzysu

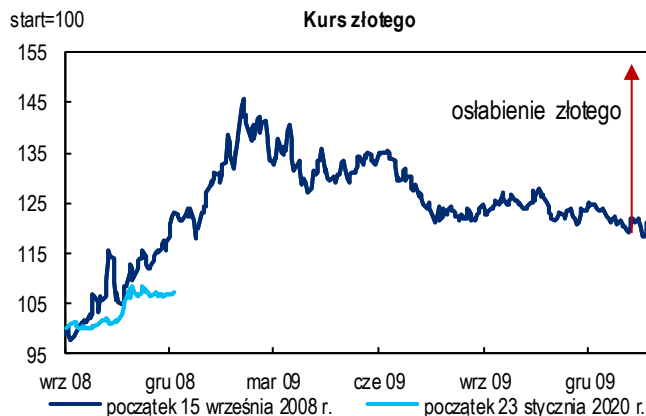


Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Sądzymy, że złoty może pozostać na relatywnie słabych poziomach przez dłuższy czas, jednak nie oczekujemy jego dalszej znacznej deprecjacji. Przede wszystkim publikacja najslabszych danych recesyjnych za II kwartał dopiero nastąpi, a tempo ożywienia może być wolniejsze niż wcześniej zakładaliśmy. Po drugie nawet w przypadku poprawy nastrojów na świecie złoty mógłby korzystać z takiej sytuacji w mniejszym stopniu niż w przeszłości ze względu na bardzo niskie stopy procentowe zarówno w ujęciu nominalnym jak i realnym. Przypuszczamy, że tym razem bank centralny i MF będą się mniej obawiać słabego złotego wobec mniejszej skali problemu kredytów walutowych niż 11 lat temu. Tym bardziej, że deprecjacja ułatwia przeciwdziałanie procesom deflacyjnym, które mogą się pojawić w dalszej części roku. W rezultacie spodziewamy się, że kurs EURPLN utrzyma się na poziomach w okolicach 4,50-4,60 w perspektywie

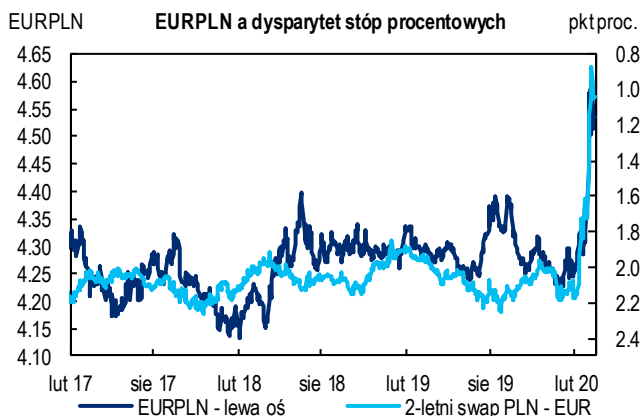
kolejnych 6-12 miesięcy. Naszym zdaniem mimo, iż skala obecnej recesji będzie znacznie bardziej odczuwalna dla polskiej gospodarki, to brak strukturalnych nierównowag i utrzymująca się nadwyżka w obrotach bieżących oraz stabilizująca rola NBP na rynku długu ograniczająca ryzyko wyprzedaży obligacji przez inwestorów zagranicznych. Powinno to ograniczać skalę potencjalnego osłabienia w roku bieżącym i ułatwić stopniowe umocnienie PLN w kolejnych latach.

Wykres 13. Mimo skali szoku gospodarczego złoty tracił na wartości wolniej niż w 2008 r.



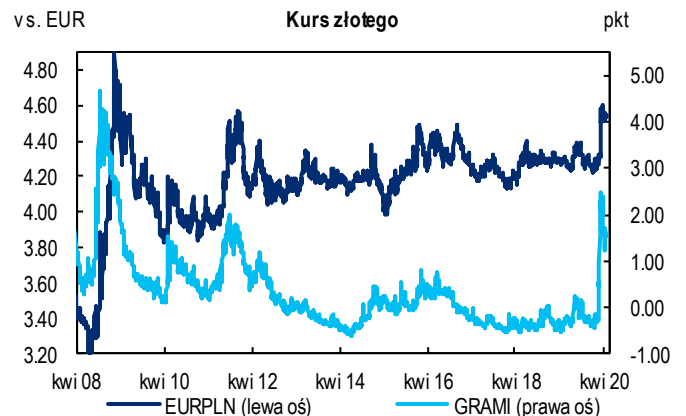
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 15. Złoty osłabił się wraz ze spadkiem stóp NBP i oczekiwaniami na dalsze łagodzenia polityki pieniężnej



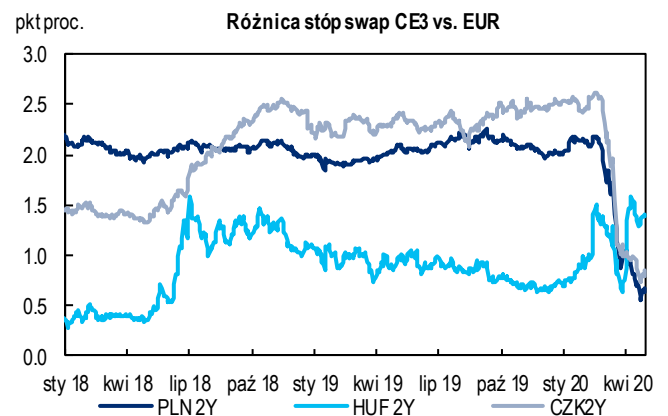
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 14. ... co było związane m.in. z niższymi szczytami indeksów awersji do ryzyka, uniknięciem nadmiernej aprecjacji we wcześniejszych okresach i zrównoważeniem gospodarki



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Stopy dla złotego spadły bardziej niż dla forinta i czeskiej korony, co opóźni odreagowanie złotego wobec euro przy poprawie apetytu na ryzyko

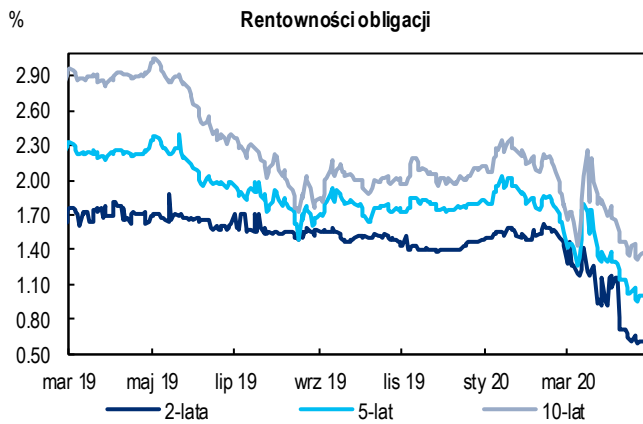


Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Rynek stopy procentowej

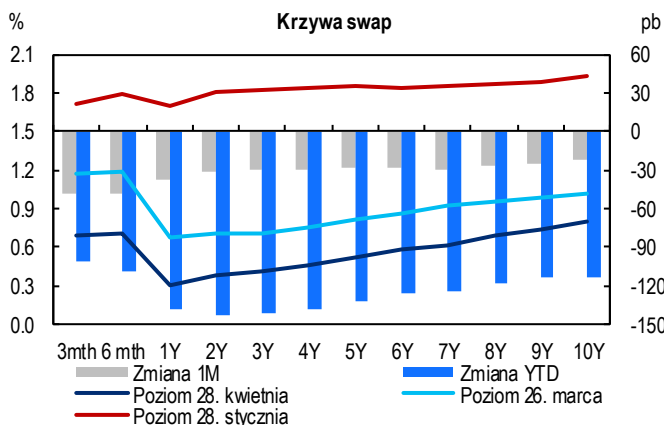
W ciągu ostatniego miesiąca doszło do znacznego spadku rentowności (o 35-55 pb) i wystromienia krzywej o ok 10pb. Wystromienie krzywej wynikało przede wszystkim z kolejnej obniżki stóp procentowych o 50 pb i utrzymania rynkowych oczekiwań na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. Jednocześnie doszło do spadków spreadów kredytowych asset swap na całej krzywej, czemu sprzyjało uruchomienie programu skupu obligacji przez NBP. W ciągu dwóch miesięcy od połowy marca bank centralny kupił obligacje za ok. 63 mld zł, w tym ok. 50 mld zł obligacji skarbowych.

Wykres 17. Rentowności obligacji spadły w ostatnim miesiącu o 40-50 pb.



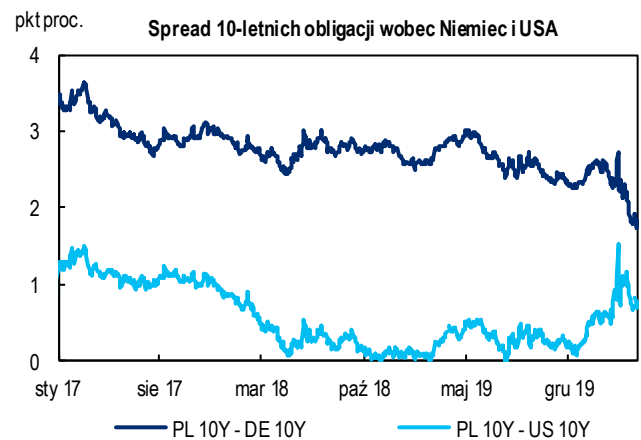
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 19. Spadki stóp swap w ostatnich dwóch miesiącach były głębsze niż spadek rentowności, co doprowadziło do zniesienia części wzrostu spreadów asset swap



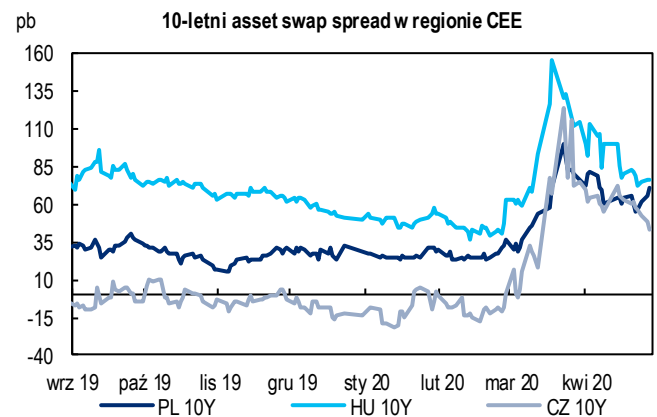
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18 Co doprowadziło do spadku spreadów wobec obligacji amerykańskich i niemieckiej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

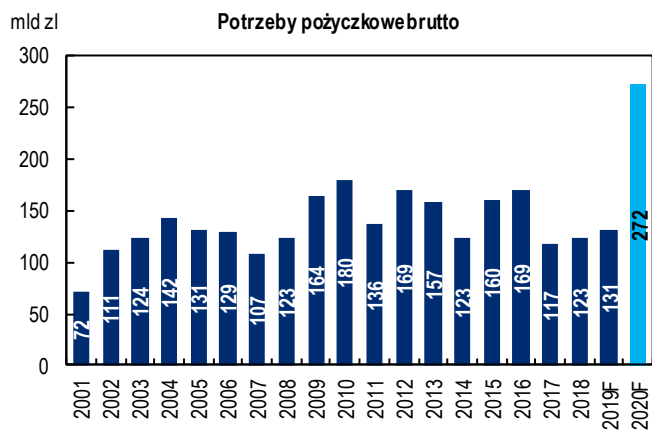
Wykres 20. 10-letnie spready asset swap przejściowo spadł poniżej spreadu dla Czech



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

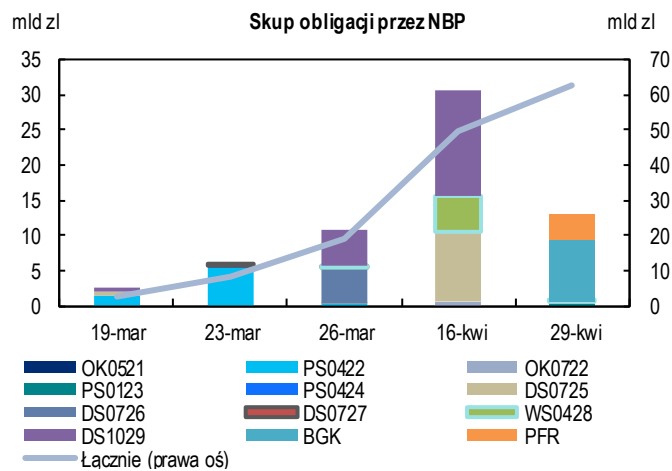
Sądzymy, że działania NBP, skup obligacji skarbowych i PFR będą stabilizować rynek obligacji, co powinno ograniczać ruch rentowności w górę. Choć dostrzegamy ryzyko obniżki stóp procentowych, to w bazowym scenariuszu zakładamy, że przy naszych aktualnych prognozach wzrostu gospodarczego i inflacji RPP utrzyma stopy procentowe na niezmienionym poziomie. To z kolei powinno oddziaływać w kierunku nieco wyższych stawek FRA i swap w kolejnych miesiącach. Kombinacja tych czynników może prowadzić do zawężenia spreadów asset swap. Zakładany przez ekonomistów Citi na strefę euro i USA wzrost rentowności Bundów i 10-letnich Treasuries może prowadzić do dalszego zawężenia spreadów wobec obligacji USA i Niemiec.

Wykres 21. Skala skupu obligacji przez NBP może osiągnąć 7-8% PKB



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 22. NBP kupił obligacje skarbowe (ok 50 mld zł) i z gwarancją Skarbu Państwa (ok. 13 mld zł) w łącznej wysokości ok. 2,8% PKB.



Źródło: PAP, NBP, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 4. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2019												2020
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5,5	9,2	7,6	-2,6	5,8	-1,5	5,5	3,7	1,4	3,8	1,1	4,9	-2,3
Produkcja przemysłowa (% m/m)	9,8	-3,6	-0,1	-5,8	2,8	-6,1	10,7	8,0	-5,8	-9,4	4,5	2,2	2,4
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	6,3	9,7	7,7	-3,3	6,6	-1,6	5,8	3,8	0,2	3,8	1,9	5,7	-3,0
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	10,8	17,4	9,6	-0,7	6,7	2,6	7,6	-4,0	-4,6	-3,3	6,5	5,5	3,7
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	1,8	11,9	5,6	3,7	5,7	4,4	4,3	4,6	5,2	5,7	3,5	7,3	-9,0
Stopa bezrobocia (%)	5,9	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3,0	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3
Ceny													
Inflacja (% r/r)	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6
Inflacja (% m/m)	0,3	1,1	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,8	0,9	0,7	0,2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	2,5	2,6	1,4	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,1	-0,5
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,1	0,4	0,2	-0,5	0,1	0,3	0,4	-0,6	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,5
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	5,7	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	197	-158	-227	10	-824	-820	846	442	1.412	366	2.348	659	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,3	-0,1	0,1	0,5	0,5	0,8	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	579	228	-260	200	-269	-206	768	340	985	217	480	525	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	20289	19460	19580	18145	19051	17405	19933	21790	20615	16968	19362	19463	-
Eksport (% r/r)	10,4	9,5	11,5	-2,4	6,4	-1,2	13,0	4,0	0,8	9,0	3,6	5,7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	19710	19232	19840	17945	19320	17611	19165	21450	19630	16751	18882	18938	-
Import (% r/r)	4,3	8,5	11,5	-5,3	6,7	-3,0	6,2	0,3	-3,5	-0,7	2,4	0,5	-
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,9	10,4	9,9	9,3	9,9	9,9	9,4	9,3	9,4	8,3	9,3	9,4	11,8
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	11,4	11,8	11,7	11,1	10,9	11,3	11,1	10,2	10,2	9,3	9,1	8,6	9,2
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	5,7	8,2	7,5	6,7	8,4	7,2	7,7	9,6	9,2	10,1	13,0	13,2	18,1
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	6,9	6,9	6,1	6,0	6,8	6,8	7,2	6,4	6,3	6,0	6,6	6,5	6,9
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	7,4	6,6	4,2	4,0	4,3	5,2	3,7	2,9	3,8	2,1	2,8	2,2	4,1
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00
WIBOR 3M (średnio)	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,44
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,17
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,57	1,61	1,54	1,40	1,19	1,30	1,24	1,06	1,01	1,04	1,16	1,36	0,87
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,69	1,69	1,67	1,62	1,56	1,57	1,52	1,44	1,40	1,49	1,49	1,44	0,92
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,20	2,35	2,11	1,98	1,89	1,68	1,78	1,73	1,75	1,83	1,80	1,56	1,30
EUR/PLN (koniec okresu)	4,30	4,28	4,28	4,24	4,29	4,38	4,37	4,26	4,31	4,26	4,30	4,33	4,55
USD/PLN (koniec okresu)	3,84	3,82	3,83	3,73	3,87	3,98	4,01	3,82	3,91	3,79	3,87	3,92	4,13
EUR/USD (koniec okresu)	1,12	1,12	1,12	1,14	1,11	1,10	1,09	1,12	1,10	1,12	1,11	1,10	1,10
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	4,5	0,1	2,2	5,0	4,8	2,0	1,8	3,2	1,9	13,7	-3,4	3,3	9
Def. budżetowy skum. (% planu)*	15,7%	0,3%	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 5. 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	544	612
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.265	2.226	2.373
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.262	15.354	14.202	15.973
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	10,5	9,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,1	-5,0	3,8
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,9	6,9	-19,1	10,2
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-3,3	4,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,3	3,9	-4,7	5,8
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-8,0	5,2
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-12,0	6,0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,0	1,9
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,0	1,6
Place nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	3,7	3,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,58	7,44	4,91	3,53	7,35	7,00	6,50	6,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,50	0,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,71	0,71
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,03	1,40	1,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,84	4,05	3,92
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	4,26	4,60	4,48
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,30	4,51	4,55
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	3,84	4,05	3,92
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-5,9	2,8	5,8	9,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	0,5	1,1	1,5
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	2,7	16,3	18,0
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	209,6	231,5
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	28,2	18,1	22,1
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-26,1	-25,9	-27,1
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	115,8	117,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,6	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-8,7	-7,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-7,6	-7,0
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	43,8	55,1	58,6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 6. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	4,1	-5,0	3,8	3,2	2,7	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,0	1,6	2,4	2,6	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,0	0,5	1,1	1,5	1,1	0,6	0,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,50	0,50	0,75	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,74	3,80	4,04	3,76	3,63	3,38	3,18
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	4,05	3,92	3,69	3,49	3,26
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,26	4,60	4,48	4,43	4,36	4,29
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,51	4,55	4,45	4,39	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.
