

## CitiWeekly

### Dobry pierwszy kwartał

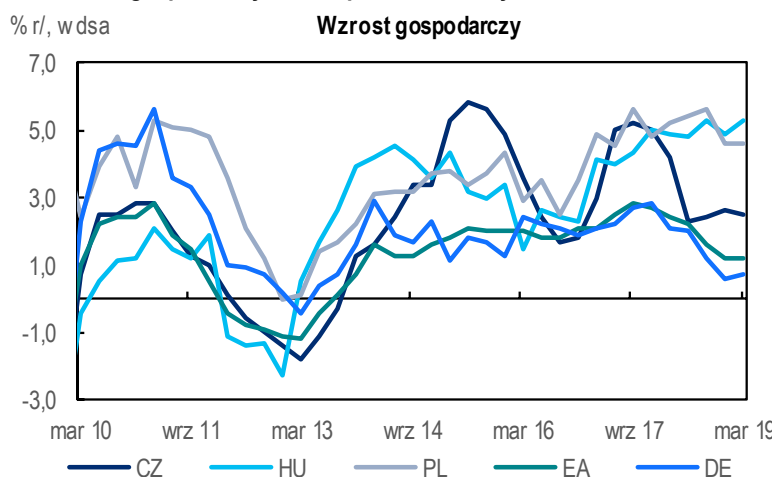
- Wstępny odczyt PKB za I kwartał zaskoczył w górę pokazując spowolnienie jedynie do 4,6% z 4,9% w IV kw. 2018 r. (wzrost aż o 1,4% kw/kw po odsezonowaniu). Konsensus rynkowy wynosił 4,4%, a nasz szacunek był nieco niższy na poziomie 4,3%. Choć pełne rozbięcie danych za I kwartał nie zostało jeszcze podane i będzie opublikowane pod koniec miesiąca to sądzimy, że za wysoką dynamiką PKB stał przede wszystkim silny wzrost konsumpcji prywatnej oraz eksport netto. Wyższą kontrybucję eksportu netto sygnalizują znacznie lepsze od oczekiwań dane o bilansie obrotów bieżących za marzec i luty, w tym szczególnie niski import. Biorąc pod uwagę wynik za I kwartał podwyższyliśmy prognozę wzrostu PKB na cały rok do 4,3% r/r i dostrzegamy ryzyko w górę dla tej prognozy. Motorem wzrostu w kolejnych kwartałach będzie przede wszystkim konsumpcja prywatna napędzana programem fiskalnym rządu.
- Dane o PKB za I kwartał zaskoczyły w górę także w innych krajach regionu. Wzrost na Węgrzech przyspieszył zarówno w ujęciu kwartalnym (do 1,5% kw/kw z 1,4% w IV kw 2018 r.), jak i rocznym (do 5,3% z 5,1%). Mocny wzrost wynikał przede wszystkim z bardzo dobrego wyniku w produkcji budowlanej (+48% r/r w I kw.). Poza tym w I kw. dobrze zachowywała się także sprzedaż detaliczna napędzana ok. 12% wzrostem płac, inwestycje oraz eksport, który może jednak (z pewnym opóźnieniem) osłabnąć w reakcji na zewnętrzne ryzyka. Wzrost gospodarczy w Czechach wyniósł 0,5% kw/kw., co może zmniejszyć obawy czeskiego banku centralnego o recesję w przetwórstwie i stanowić ryzyko w górę dla prognozy na cały rok.
- Wynik PKB za I kwartał był dosyć dobry także dla Niemiec, gdzie wzrost wyniósł 0,4% kw/kw, jednak przede wszystkim za sprawą inwestycji w maszyny, produkcji budowlanej oraz konsumpcji prywatnej. Jednak naszym zdaniem dobry wynik niemieckiej gospodarki mógł być pod wpływem czynników jednorazowych, a sektor przetwórczy jest wciąż w kryzysie. W II kw. możliwy jest spadek PKB w Niemczech w ujęciu kwartalnym.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

|          | €/zł | \$/zł | £/zł | €/€  | NBP  | EBCdepo | WIBOR 3M | 10L Bund | 10L Treasuries |
|----------|------|-------|------|------|------|---------|----------|----------|----------------|
| II KW 19 | 4,32 | 3,86  | 4,97 | 1,12 | 1,50 | -0,40   | 1,72     | 0,05     | 2,85           |
| II KW 20 | 4,27 | 3,56  | 4,97 | 1,20 | 1,50 | -0,40   | 1,72     | 0,45     | 2,85           |

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 19.05.2019 r. Pozostałe prognozy z dnia 25.04.2019 r.

Wykres 1. Wzrost gospodarczy w I kw. pozostał mocny



Źródło: Haver, Citi Handlowy

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

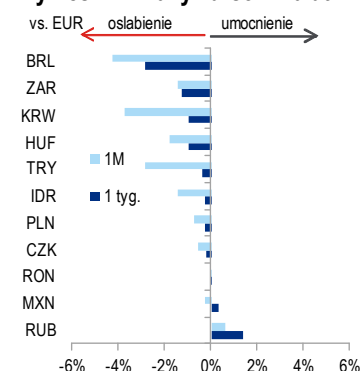
piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 17.05.2019 r.

Źródło: Reuters.

#### Spis treści

|                        | Nr str. |
|------------------------|---------|
| - Podsumowanie         | 1       |
| - Tydzień w wykresach  | 2       |
| - Kalendarz publikacji | 3       |
| - Tabela z prognozami  | 4       |

## Tydzień w wykresach

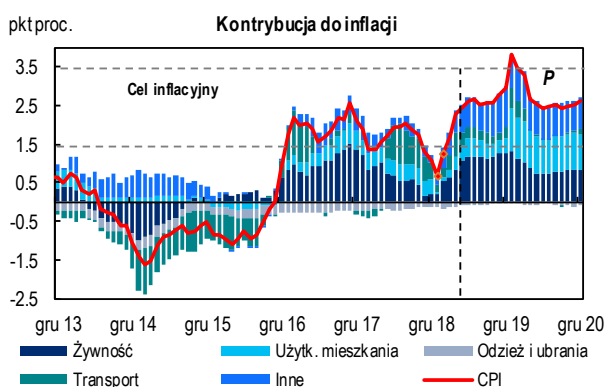
**Wykres 3. Mocne dane także w kwietniu**



- Nominalny wzrost płac najprawdopodobniej powróci w kwietniu na ścieżkę zbliżoną do ok. 7% po przejściowym spowolnieniu w marcu. Rynek pracy pozostaje mocny, a zgodnie z wynikami ankiet NBP presja płacowa utrzymuje się blisko rekordowych poziomów.
- Spodziewamy się także ożywienia w produkcji przemysłowej i budowlanej za sprawą większej liczby dni roboczych i dosyć korzystnej pogody. Aktywność w przetwórstwie pozostaje mocna, gdyż firmy przekierowują eksport do Niemiec na inne rynki.
- Mocne odbicie w sprzedaży detalicznej powinno być wspierane przez korzystniejszy efekt kalendarzowy oraz efekt Świąt Wielkanocnych, które w tym roku były później niż w 2018, co przełoży się na przyspieszenie sprzedaży żywności.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

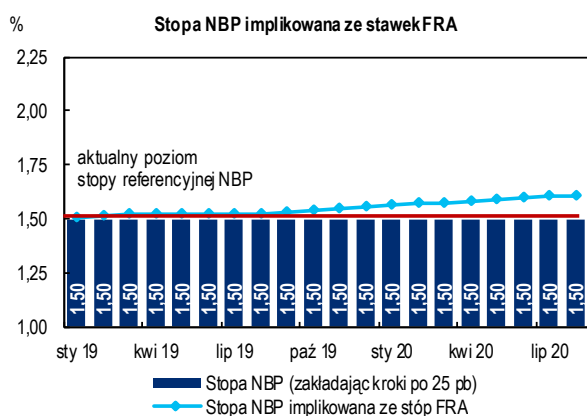
**Wykres 4. Inflacja wzrosła, aby potem spaść**



- Szczegółowe rozbięcie danych o inflacji potwierdziło wzrost inflacji o 2,2% z 1,7%, co wynikało z cen żywności, paliw, energii oraz wzrostu inflacji netto (do 1,7% z 1,4%). Sądzymy, że wzrosty cen wieprzowiny będą podwyższać CPI jeszcze w kolejnych miesiącach.
- Do wzrostu inflacji przyczynił się wysoki wzrost ceny usług transportowych (szacujemy, że wyniósł on 120-140% w przypadku cen biletów lotniczych), który najprawdopodobniej zostanie częściowo odwrócony w maju.
- Spodziewamy się wzrostu inflacji na koniec roku do ok. 3% a w styczniu 2020 r. nawet do 3,8% w zależności od podwyżek cen energii i skali przeniesienia przez sieci detaliczne podatku od sprzedaży na konsumentów.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

**Wykres 5. RPP wciąż gołębia**



- Zgodnie z oczekiwaniami RPP utrzymała stopę referencyjną na poziomie 1,5%. RPP zauważyła, że inflacja nie jest już niska, tylko umiarkowana, ale poza tym nie odnotowaliśmy istotnych zmian w tonie komunikatu.
- Prezes Głapiński powtórzył, że z dużym prawdopodobieństwem stopy procentowe pozostaną stabilne do końca kadencji Rady. Choć J. Osiatyński był nieco bardziej jastrzębi, to jednak jego głos najprawdopodobniej nie reprezentuje większości w Radzie.
- Prezes Głapiński zasugerował, że inflacja może osiągnąć poziom 3,5%, ale nie ma w tym nic niepokojącego i później inflacja będzie spadać. Powyższe komentarze wspierają nasz pogląd, że Rada będzie chciała przeczekać wzrost inflacji, koncentrując się za to na ryzykach zewnętrznych (wojny handlowe, spowolnienie w Niemczech).

Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

| Godz. publikacji       | Kraj | Informacja                      | Jednostka | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|------------------------|------|---------------------------------|-----------|-------|---------------|-------------------|--------------------|
| <b>21 maj WTOREK</b>   |      |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 10:00                  | PL   | Zatrudnienie                    | % r/r     | IV    | 3,0           | 3,0               | 3                  |
| 10:00                  | PL   | Płace                           | % r/r     | IV    | 7,2           | 6,5               | 5,7                |
| 16:00                  | USA  | Sprzedaż domów na rynku wtórnym | mln       | IV    | 5,38          | 5,36              | 5,21               |
| 16:00                  | EUR  | Zaufanie konsumentów            | pkt       | V     | --            | -7,7              | -7,9               |
| <b>22 maj ŚRODA</b>    |      |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 10:00                  | PL   | Produkcja przemysłowa           | % r/r     | IV    | 9,7           | 8,1               | 5,6                |
| 20:00                  | USA  | Minutes FOMC                    |           |       |               |                   |                    |
| <b>23 maj CZWARTEK</b> |      |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 9:30                   | DE   | Wstępny PMI dla przemysłu       | pkt       | V     | 44            | 45                | 44,4               |
| 9:30                   | DE   | Wstępny PMI dla usług           | pkt       | V     | 54,5          | 55,4              | 55,7               |
| 10:00                  | PL   | Produkcja budowlana             | % r/r     | IV    | 19,6          | 15,9              | 10,8               |
| 10:00                  | PL   | Sprzedaż detaliczna realnie     | % r/r     | IV    | 9,5           | 8,2               | 3,1                |
| 10:00                  | EUR  | Wstępny PMI dla przemysłu       | pkt       | V     | 48,8          | 48,2              | 47,9               |
| 10:00                  | EUR  | Wstępny PMI dla usług           | pkt       | V     | 52            | 53                | 52,8               |
| 10:00                  | DE   | Indeks Ifo                      | pkt       | V     | 98,2          | --                | 99,2               |
|                        | PL   | Aukcja obligacji                |           |       |               |                   |                    |
| 16:00                  | USA  | Wstępny PMI dla przemysłu       | pkt       | V     | --            | 52,9              | 52,6               |
| 16:00                  | USA  | Sprzedaż nowych domów           | pkt       | V     | 0,672         | 0,67              | 0,692              |
| <b>24 maj PIĄTEK</b>   |      |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 14:30                  | USA  | Zamówienia na dobra trwałe      | %         | IV    | -2            | -1,8              | 2,8                |

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi, \*po rewizji

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

|                                            | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019P  | 2020P  |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Nominalny PKB (mld USD)                    | 524    | 546    | 478    | 472    | 528    | 586    | 604    | 690    |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1.657  | 1.720  | 1.800  | 1.861  | 1.989  | 2.116  | 2.239  | 2.369  |
| PKB per capita (USD)                       | 13.622 | 14.200 | 12.421 | 12.288 | 13.742 | 15.272 | 15.772 | 18.010 |
| 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    |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                  | 1,6    | 3,3    | 3,8    | 3,1    | 4,8    | 5,1    | 4,3    | 3,6    |
| Inwestycje (% r/r)                         | -1,1   | 10,0   | 6,1    | -8,2   | 4,0    | 8,7    | 4,7    | 4,0    |
| Spożycie ogółem (% r/r)                    | 0,8    | 2,8    | 2,8    | 3,5    | 4,5    | 4,3    | 4,9    | 4,1    |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)            | 0,3    | 2,6    | 3,0    | 3,9    | 4,9    | 4,5    | 5,2    | 4,4    |
| Eksport (% r/r)                            | 6,1    | 6,7    | 7,7    | 8,8    | 8,2    | 5,6    | 4,7    | 5,0    |
| Import (% r/r)                             | 1,7    | 10,0   | 6,6    | 7,6    | 8,7    | 6,3    | 5,8    | 6,0    |
| <b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Inflacja CPI (% r/r)                       | 0,7    | -1,0   | -0,5   | 0,8    | 2,1    | 1,1    | 3,0    | 2,6    |
| Inflacja CPI (% średnia)                   | 0,9    | 0,0    | -0,9   | -0,6   | 2,0    | 1,6    | 2,2    | 2,8    |
| Płace nominalne (% r/r)                    | 2,6    | 3,7    | 3,5    | 3,8    | 4,1    | 5,9    | 7,1    | 7,0    |
| 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   | 3,20   | 3,30   |
| USD/PLN (Koniec okresu)                    | 3,01   | 3,52   | 3,95   | 4,19   | 3,48   | 3,74   | 3,73   | 3,38   |
| USD/PLN (Średnia)                          | 3,16   | 3,15   | 3,77   | 3,94   | 3,77   | 3,61   | 3,79   | 3,54   |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                    | 4,15   | 4,26   | 4,29   | 4,40   | 4,18   | 4,29   | 4,29   | 4,26   |
| EUR/PLN (Średnia)                          | 4,20   | 4,18   | 4,18   | 4,36   | 4,25   | 4,26   | 4,30   | 4,27   |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>          |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Rachunek bieżący                           | -6,7   | -11,4  | -2,7   | -2,5   | 0,8    | -4,0   | -8,8   | -11,9  |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)            | -1,3   | -2,1   | -0,6   | -0,5   | 0,2    | -0,7   | -1,5   | -1,7   |
| Saldo handlu zagranicznego                 | -0,4   | -4,3   | 2,5    | 3,2    | 1,5    | -6,1   | -13,9  | -18,9  |
| Eksport                                    | 198,1  | 210,7  | 191,1  | 196,4  | 228,2  | 254,0  | 265,6  | 301,8  |
| Import                                     | 198,5  | 215,0  | 188,6  | 193,1  | 226,6  | 260,1  | 279,4  | 320,7  |
| Saldo usług                                | 10,1   | 12,1   | 12,1   | 15,4   | 20,3   | 25,9   | 29,9   | 34,6   |
| Saldo dochodów                             | -15,8  | -18,6  | -16,3  | -18,7  | -21,1  | -22,6  | -23,3  | -25,9  |
| Rezerwy międzynarodowe                     | 99,3   | 94,1   | 89,4   | 109,5  | 108,0  | 110,4  | 117,4  | 126,4  |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>           |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)  | -4,1   | -3,7   | -2,7   | -2,2   | -1,5   | -0,4   | -1,4   | -0,2   |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicz.  | -1,6   | -1,8   | -0,9   | -0,5   | 0,2    | 1,0    | 0,0    | 1,2    |
| Dług publiczny (Polska metodologia)        | 53,3   | 48,1   | 48,8   | 51,9   | 48,5   | 46,5   | 45,6   | 43,4   |

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek, CFA**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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](mailto: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 numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.