

CitiMonthly

Jak gospodarka zniosła pandemię?

- W tym miesiącu w naszym raporcie przyglądamy się danym o PKB i budżetowi na lata 2020-2021.
- Na tle innych krajów UE wynik polskiej gospodarki w II kw. nie był ani szczególnie dobry, ani zły.
- Różnice w dynamice PKB pomiędzy poszczególnymi krajami można częściowo wyjaśnić różnicami w strukturze gospodarki. Wśród krajów najbardziej dotkniętych przez pandemię ewidentnie dominują gospodarki o wyższym udziale sektora turystycznego.
- Ostatnie dane z Polski pozytywnie zaskakiwały, stwarzając przestrzeń do pozytywnych niespodzianek dla dynamiki PKB w II połowie roku.
- Szok pandemiczny odcisnął piętno również na finansach publicznych. W znowelizowanym budżecie MF spodziewa się w 2020 roku blisko 110 mld zł deficytu. Naszym zdaniem ostateczny wynik może być niższy o około 30 mld zł, głównie za sprawą mniejszej realizacji wydatków.
- Deficyt sektora rządowego i samorządowego może w tym roku przekroczyć 11% PKB, a w przyszłym roku powinien spaść do około 5% PKB. Chociaż dług publiczny według unijnej metodologii przekroczy 60% PKB, państwowy dług publiczny, z którym powiązane są progi ostrożnościowe, utrzyma się poniżej 55% PKB.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

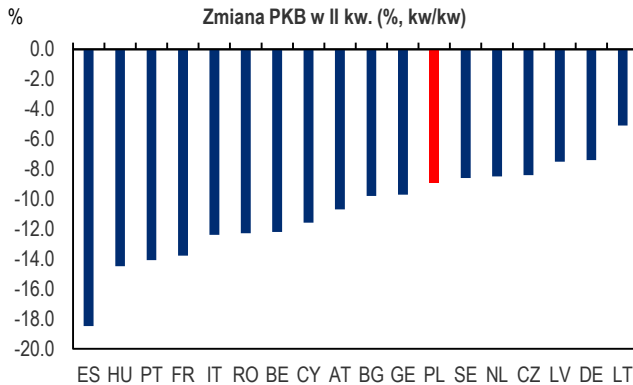
cezary.chrapek@citi.com

Jak gospodarka znosi pandemię?

Od momentu wprowadzenia lockdownu w marcu br. jasne było, że pandemia będzie miała istotny wpływ na gospodarkę. Dyskusja dotyczyła nie tego czy, lecz raczej jak głęboka będzie recesja. Nowe dane pozwalają wreszcie na podsumowanie i porównanie wyników polskiej gospodarki z innymi krajami UE. Okazuje się, że w samym II kwartale PKB spadł o 8,9% w porównaniu z pierwszym kwartałem roku. Wynik ten był niemal idealnie zgodny z naszymi przewidywaniami i tylko nieznacznie lepszy od prognoz rynkowych. Trudno więc mówić o niespodziance.

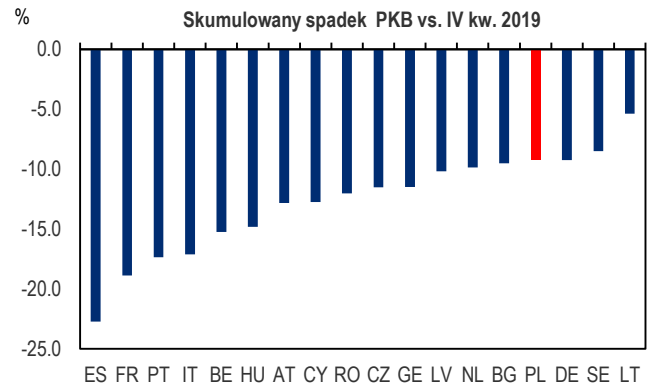
Na tle innych krajów UE wynik polskiej gospodarki nie był ani szczególnie dobry, ani zły. Co prawda spadek PKB w II kwartale był mniejszy niż przeciętnie w UE, ale jednocześnie jedna trzecia krajów miała lepsze wyniki. Warto jednak podkreślić, że w wielu krajach efekty pandemii były odczuwalne na wcześniejszym etapie niż w Polsce, ujawniając się już w pierwszym kwartale, co tłumaczy mniejszą skalę spadku PKB w tych krajach w drugim kwartale. Gdyby uwzględnić ten fakt i spojrzeć na skumulowane spadki w całej pierwszej połowie roku, Polska rzeczywiście wypada nieźle w porównaniu z innymi gospodarkami UE. Można zaryzykować stwierdzenie, że chociaż wyniki za sam II kwartał nie były dobre, Polska w sumie relatywnie dobrze zniósła szok pandemiczny.

Wykres 1. W II kwartale polska gospodarka skurczyła się o 8,9% kw/kw, a więc nieco mniej niż inne gospodarki europejskie...



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 2. ... jednak spoglądając na całą I połowę roku, Polska wyraźnie lepiej zniósła pandemiczny szok niż UE



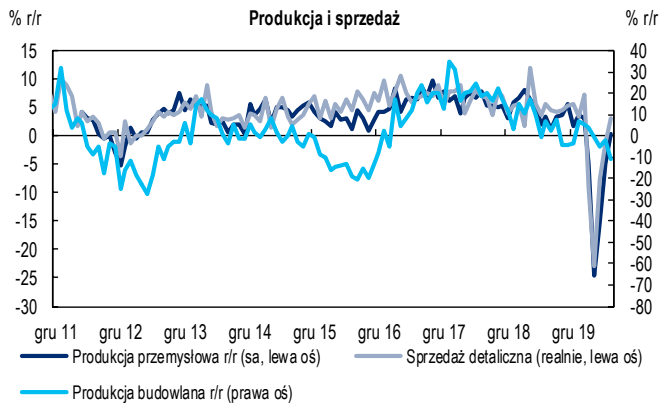
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Różnica pomiędzy reakcją poszczególnych krajów można częściowo wyjaśniać strukturą gospodarki, a w szczególności znaczeniem turystyki. Pierwsze cztery kraje o najgłębszym spadku PKB w I połowie roku to popularne turystyczne destynacje (Hiszpania, Francja, Portugalia i Włochy). Z kolei cztery kraje najmniej dotknięte pandemią (Litwa, Szwecja, Niemcy i Polska) przyciągają znacznie mniej ruchu turystycznego. W tej pierwszej grupie lockdown oraz ograniczenia w swobodzie międzynarodowych podróży miały istotny wpływ na skalę recesji.

Jeżeli chodzi o drugą połowę roku, ostatnie dane na temat produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej napawają pewnym optymizmem. Oba wskaźniki osiągnęły w lipcu poziomy nieznacznie wyższy niż przed rokiem (po skorygowaniu o efekty kalendarzowe). Gdyby te tendencje miały

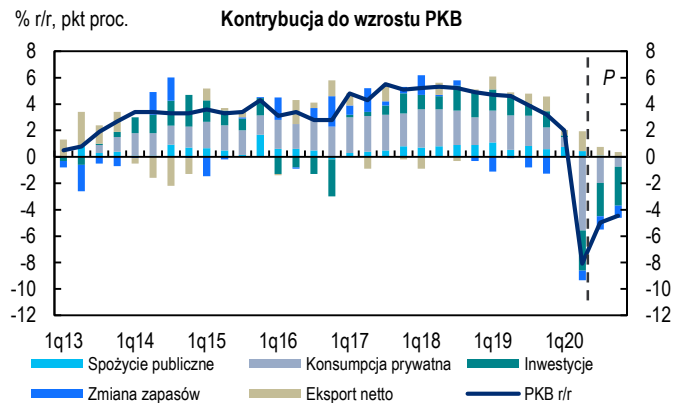
być kontynuowane, mogłoby to oznaczać, że gospodarka powróci do poziomów sprzed pandemii znacznie szybciej niż wcześniej przewidywano.

Wykres 3. Sierpień przyniósł pozytywne niespodzianki w sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 4. Spodziewamy się wyraźnie mniejszej skali recesji w III kw.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Przed nadmiernym optymizmem powstrzymuje nas jednak kilka czynników. Po pierwsze, w miesiącach wakacyjnych sprzedaż może być zawyżana przez mniejszą niż rok wcześniej skalę wyjazdów zagranicznych, ale efekt ten nie powinien być już tak istotny w kolejnych miesiącach. Po drugie, dane o produkcji budowlanej wyraźnie rozczerowały, co sugeruje, że szok pandemiczny z opóźnieniem rozprzestrzenia się po kolejnych – wcześniej relatywnie odpornych – sektorach. Po trzecie, dane o indeksach PMI w Europie Zachodniej okazały się słabe, przypominając o tym, że zewnętrzne zagrożenia są wciąż obecne. I wreszcie dynamiczny wzrost zachorowań w sierpniu, w połączeniu z otwarciem szkół i spodziewanym dalszym rozszerzaniem się pandemii w IV kwartale, skłania do ostrożności w formułowaniu prognoz. Biorąc to wszystko pod uwagę oczekujemy około 4-5% r/r spadku PKB w II połowie roku. Nasza prognoza na cały rok pozostaje niezmienną (-4%), choć pozytywne niespodzianki w lipcowych danych niewątpliwie sprawiają, że rosną szanse na wynik lepszy od prognoz.

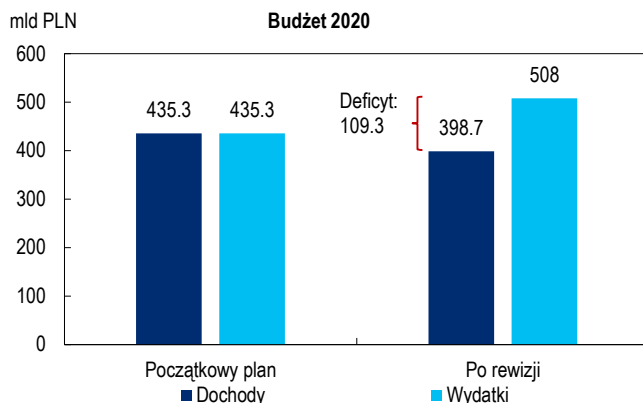
Budżet w pandemicznej rzeczywistości

Ministerstwo Finansów opublikowało szczegóły dotyczące planowanej rewizji tegorocznego budżetu, a następnie przedstawiło podstawowe wskaźniki dotyczące budżetu na przyszły rok. Według nowego planu deficyt budżetowy w 2020 roku ma wynieść 109,3 mld zł, a więc około 4,9% PKB. Na wynik ten składa się znaczny spadek dochodów podatkowych, odzwierciedlający efekty recesji, a także wzrost wydatków mających na celu przeciwdziałanie skutkom pandemii.

Naszym zdaniem dochody podatkowe są zaplanowane na realistycznym poziomie i nie spodziewamy się w tym przypadku znacznych zaskoczeń (wykres 6). Niespodzianek można jednak oczekiwać w przypadku wydatków. W „zwyczajnych” latach wydatki często okazują się o około 3% niższe od planu w związku z naturalnymi opóźnieniami w realizacji niektórych projektów. Tym razem, ze względu na wyjątkowo trudną sytuację gospodarczo-pandemiczną, spodziewamy się, że skala niewykonania wydatków może być znacznie większa. W szczególności trudne w realizacji

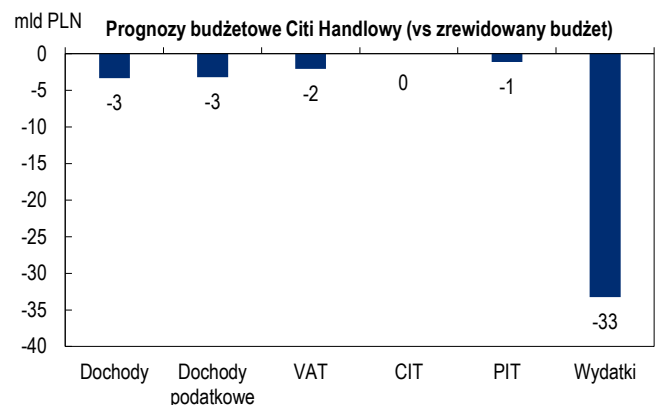
mogą być wydatki inwestycyjne. Biorąc to pod uwagę szacujemy, że rzeczywisty deficyt w tym roku może nie przekroczyć 80 mld zł. W praktyce oznacza to również, że ostateczne potrzeby pożyczkowe w tym roku będą niższe niż planuje MF. Szacujemy, że już obecnie resort finansów praktycznie sfinansował całość tegorocznych potrzeb i może teraz koncentrować się na potrzebach przyszłorocznych.

Wykres 5. W znowelizowanym budżecie deficyt został zaplanowany na 109,3 mld zł...



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane MF

Wykres 6. ... ale spodziewamy się, że ostateczny deficyt będzie o przynajmniej 30 mld niższy od planu ze względu na niższe wykonanie wydatków



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Warto jednak podkreślić, że powyższe liczby nie uwzględniają pełnego sektora publicznego. Pomijają one m.in. samorządy, sektor ubezpieczeń społecznych oraz fundusze, które zgodnie z polskimi zasadami pozostają poza „sektorem”, ale są uwzględniane w wyliczeniach przez Eurostat. Gdyby wziąć pod uwagę wszystkie te komponenty (i przyjąć, że wydatki z tarczy finansowej są doliczane do deficytu już w tym roku), deficyt sektora rządowego i samorządowego mógłby w tym roku sięgnąć około 11-12% PKB. Szacunki te są zbieżne z najnowszymi komentarzami ze strony MF.

Projekt budżetu na 2021

Rządowe plany zakładają, że przyszłoroczny deficyt wyniesie 82,3 mld zł, przy wzroście dochodów o 1,3% oraz spadku wydatków o 4,3% (zmiany procentowe w stosunku do nowego oficjalnego planu na 2020 r.). Plan nie zakłada istotnych zmian podatków, a jedynym wyjątkiem, o którym obecnie wiemy jest uzyskanie dochodów z podatku od sprzedaży detalicznej w wysokości 1,5 mld zł.

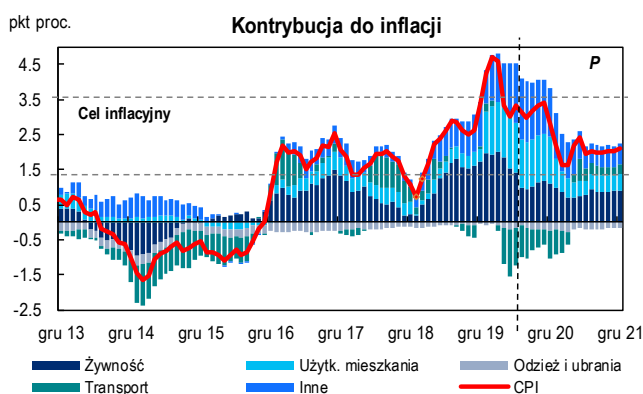
Teoretycznie projekt budżetu zakłada znaczny spadek deficytu budżetowego w stosunku do planu na 2020 rok. Ponieważ jednak naszym zdaniem tegoroczny deficyt będzie znacznie niższy (~80 mld zł), w rzeczywistości deficyt budżetu państwa w przyszłym roku pozostanie w miarę stabilny. Biorąc pod uwagę znaczne przesunięcia wydatków z 2021 na 2020 rok (co powinno poprawiać przyszłoroczny wynik), brak głębszego spadku deficytu wydaje się pewną niespodzianką. Oznacza to, że spadek potrzeb pożyczkowych może być mniejszy niż wcześniej przypuszczaliśmy.

Poprawę salda fiskalnego widać natomiast w przypadku całego sektora rządowego i samorządowego, gdzie deficyt ma spaść z szacowanego przez nas 11,4% PKB do około 5,2% PKB w 2021 (MF szacuje ten deficyt na 6%

PKB). Spadek deficytu dla całego sektora będzie efektem wygasania pakietów pomocowych (tzw. Tarcz), które były finansowane spoza budżetu centralnego. Programy te efektywnie zastępowały „wymuszony” ubytek popytu związany z lockdownem i dlatego ich wycofywanie w sytuacji, gdy popyt powraca do normy wydaje się uzasadnione i naszym zdaniem nie stanowi nadmiernego zacieśnienia polityki fiskalnej. Sam poziom deficytu wskazuje, że polityka fiskalna ma w 2021 roku pozostać istotnym wsparciem dla gospodarki. Z oczywistych względów należy jednak podkreślić, że ewentualne pogorszenie sytuacji pandemicznej mogłoby utrzymać deficyt na jeszcze wyższym poziomie.

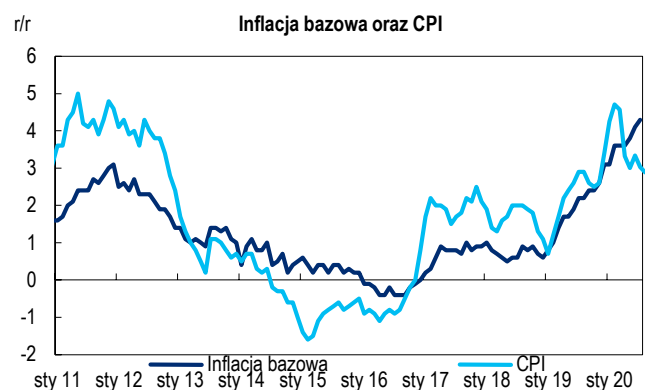
Jeżeli chodzi o dług publiczny, kluczowe wydaje się rozróżnienie między długiem według polskiej metodologii oraz długiem sektora rządowego i samorządowego (metodologia unijna). O ile w tym drugim przypadku zadłużenie zapewne przekroczy 60% PKB już w tym roku, państwowy dług publiczny z którym powiązane są polskie limity zadłużenia, pozostanie poniżej 55% PKB. Przyczyni się do tego wyłączenie z tej definicji długu zadłużenia związanego z funduszem przeciwdziałania COVID oraz z tarczą finansową. Dzięki temu nie zostaną uruchomione procedury sanacyjne, które mogłyby wymusić bardzo szybkie zacieśnianie polityki fiskalnej i które stworzyłyby ryzyko ponownej recesji.

Wykres 7. Inflacja do końca roku powinna oscylować w pobliżu 3%...



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 8. ... a głównym źródłem zaskoczenia w ostatnich miesiącach był wzrost inflacji bazowej



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Ceny hamują powoli

Inflacja spadła w lipcu do 3%, podczas gdy inflacja bazowa (która eliminuje wpływ cen żywności oraz energii) kontynuowała swój trend wzrostowy. Sam spadek indeksu CPI wydaje się zgodny z oczekiwaniami, lecz uporczywie wysoka inflacja bazowa jest dla nas – i najprawdopodobniej dla większości analityków – niespodzianką. Zjawisko to może być wypadkową kilku czynników – dostosowania niektórych cen usług do nowej pandemicznej rzeczywistości oraz utrzymywania popytu na wysokim poziomie dzięki wprowadzonym w życie tarczom antykrzysowym. Nasze prognozy sugerują, że z czasem efekt słabszego popytu będzie odgrywał większą rolę, pchając jednak inflację w dół. Niemniej obecnie ryzyko deflacji wydaje się nieporównywalnie mniejsze niż na początku pandemii.

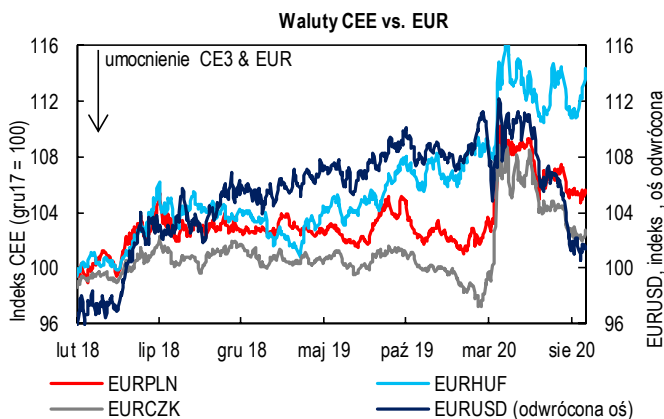
Naszym zdaniem w warunkach słabnącej inflacji a jednocześnie poprawiającej się dynamiki PKB bank centralny zrezygnuje z jakichkolwiek zmian stóp procentowych. Podtrzymujemy nasz scenariusz, że stopy NBP pozostaną bez zmian przynajmniej do połowy 2022 roku.

Rynek walutowy

Choć naszym zdaniem w krótkim terminie możliwa jest korekta złotego, to w dalszej części roku stopniowemu umocnieniu złotego powinien sprzyjać dalszy wzrost kursu EURUSD, ożywienie gospodarcze i wzrost nadwyżki w obrotach bieżących. Od połowy maja waluty regionu korzystały z osłabienia dolara i umocnienia euro.

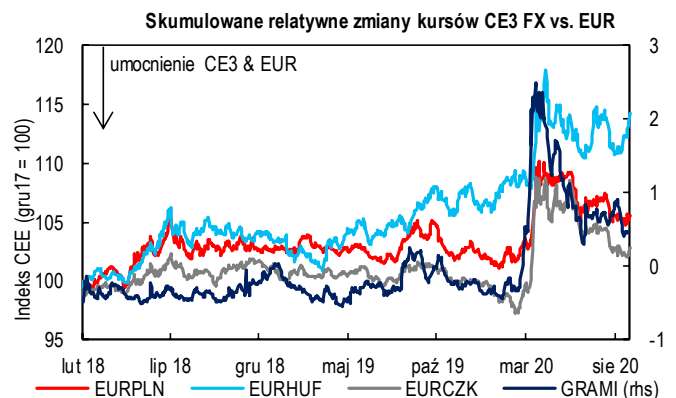
Choć wzrost kursu EURUSD wyhamował to sądzimy, że w kolejnych miesiącach jest możliwa kontynuacja ruchu wzrostowego. Przyczynić się mogą do tego czynniki negatywnie wpływające na dolara w tym m.in. utrzymujące się w USA podwójne deficyty - fiskalny, który może wynieść w tym roku ok. 17% PKB i deficyt obrotów bieżących (prognoza Citi: -2,3% PKB) - oraz zdecydowane działania Fed w ramach zakupów aktywów i zwiększania podaży taniego dolara. Negatywnie na dolara może wpływać także dywersyfikacja rezerw walutowych przez banki centralne i stopniowe zmniejszanie wagi dolara w rezerwach. Ponadto, euro powinno korzystać dzięki perspektywie pakietu fiskalnego, tzw. funduszu odbudowy UE na lata 2021-2024 (750 mld EUR). Istotna dla dynamiki zmian kursu EURUSD pozostanie skala ożywienia gospodarczego w USA i strefie euro, a korzystnie na euro może oddziaływać także odreagowanie eksportu ze strefy euro do Chin. W bazowym scenariuszu oczekujemy, że kurs EURUSD wzrośnie w perspektywie kilku miesięcy do około 1,20, a w kolejnych latach w kierunku 1,30.

Wykres 9. Złotemu sprzyjało osłabienie dolara



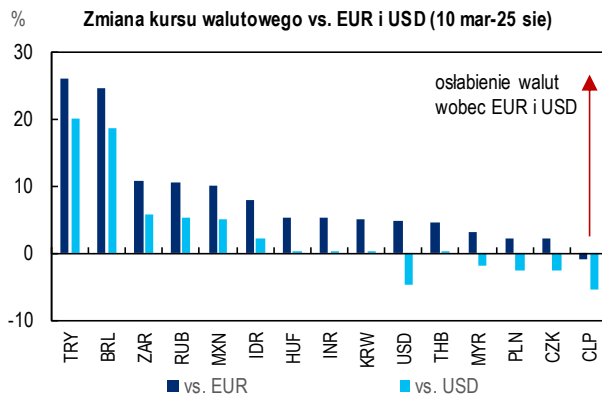
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 10. ... oraz wcześniejszy spadek zmienności rynkowej



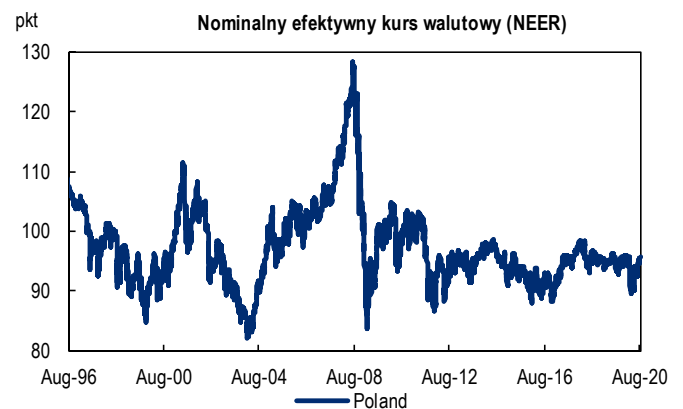
Źródło: Reuters, Citi Handlowy, GRAMI – Global Macroeconomic Risk Aversion Index

Wykres 11. Od marca złoty nieznacznie osłabił się wobec euro i umocnił wobec dolara



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

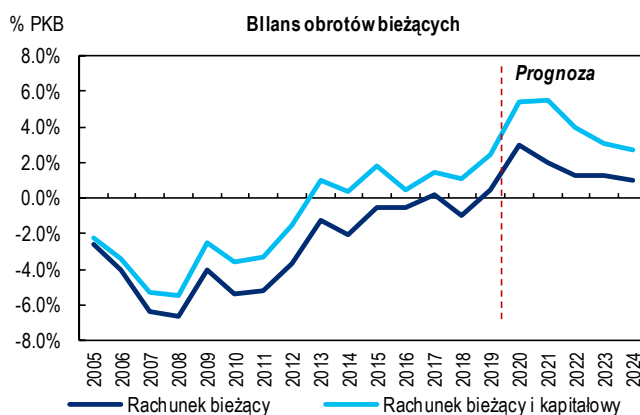
Wykres 12. W rezultacie kursy NEER i REER nie zmieniły się istotnie



Źródło: BIS, Citi Handlowy

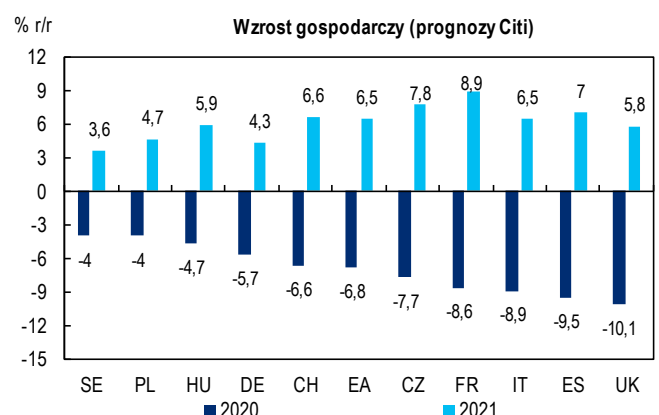
Korzystnie na złotego może oddziaływać także mniejsza skala recesji niż w większości krajów UE, jak również zmiany w bilansie płatniczym. W kolejnych miesiącach roku prawdopodobny jest dalszy wzrost nadwyżki w obrotach bieżących, która już obecnie osiągnęła rekordowo wysokie poziomy. Będzie to wynikać zarówno z mniejszych wypłat dywidend, jak i poprawy w bilansie handlowym. Dobre wyniki eksportu widoczne w danych za ostatnie miesiące wynikają z konkurencyjnej pozycji polskiej eksporterów. Z kolei negatywnie na import wpływa spadek cen i popytu na ropę oraz ogólne osłabienie popytu krajowego w związku z utrzymującymi się słabymi nastrojami konsumentów oraz wciąż niepewną sytuacją na rynku pracy. W dłuższym terminie stabilizująco na złotego będzie wpływać także utrzymanie wysokiego napływu środków unijnych na rachunek kapitałowy, w tym ok. 32 mld euro grantów unijnych w ramach programu odbudowy UE.

Wykres 13. Wsparciem dla złotego będzie dobra sytuacja w obrotach bieżących dzięki eksportowi, niskim dywidendom i napływowi środków UE na rachunek kapitałowy



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

Wykres 14. Mniejsza skala spadku PKB na tle Europy może korzystnie wpływać na złotego



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

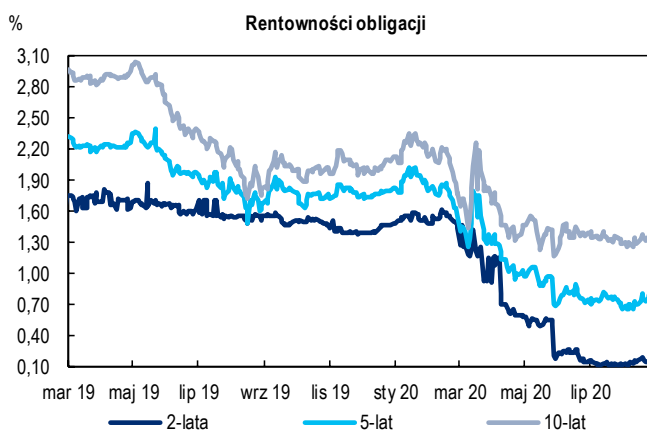
Złoty może tracić na wartości w okresach wzrostu awersji do ryzyka, korekt technicznych lub w sytuacji, gdy oczekiwany wzrost rentowności na bazowych rynkach długu przyczyniłby się do przeceny polskich obligacji i aktywów na rynkach wschodzących. Negatywnie na złotego wpływać mogą

też ruchy całego koszyka walut Europy Środkowej, napędzane w ostatnim czasie przez forinta, ale w efekcie można oczekiwać także stopniowego umocnienia złotego wobec węgierskiej waluty.

Rynek stopy procentowej

W ostatnim miesiącu rentowności obligacji skarbowych dla głównych tenorów 2,5,10 lat nie zmieniły się znacząco. Jednocześnie zgodnie z naszymi przewidywaniami doszło do spadku spreadów kredytowych asset swap za sprawą wzrostu stóp swap. Stawki swap reagują na poprawę w danych makroekonomicznych i być może także na uaktywnienie się bardziej jastrzębich członków Rady. Czterech spośród dziesięciu członków RPP preferowałoby wyższe stopy procentowe już teraz lub w przyszłym roku. Choć nie oczekujemy zmian stóp do końca kadencji Rady, tj. do 2022 r., to niewykluczony jest dalszy wzrost stóp swap szczególnie na dłuższym końcu krzywej. W kierunku nieco wyższych rentowności mógłby oddziaływać oczekiwany stopniowy wzrost rentowności na bazowych rynkach długu i wystromienie krzywych rentowności w USA i w Niemczech. Z drugiej strony wsparciem dla niskich poziomów spreadów asset swap będzie stosunkowo niska emisja długu w dalszych miesiącach roku, popyt na obligacje ze strony banków i obecność NBP. W związku z tym, że oczekujemy lepszego wykonania budżetu niż założył resort finansów sądzimy, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe najprawdopodobniej zostały już niemal zrealizowane, a emisje obligacji skarbowych do końca roku mogą być stosunkowo niewielkie. Ponadto część kosztów wynikających z programów rządowych jest pokrywana przez emisje obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa, a do tego resort finansów posiada wysoką poduszkę płynnościową, na której ulokowanych jest ok 127 mld zł. Poza tym, choć kwoty odkupowanych obligacji na ostatnich przetargach NBP nie były wysokie, to gotowość do zakupu obligacji powinna mieć stabilizujący wpływ na rynek i ograniczać nagłe zmiany. Niskie zakupy obligacji przez NBP wynikają po części z wysokiego popytu na obligacje zgłaszanego przez pozostałych krajowych uczestników rynku.

Wykres 15. Rentowności obligacji nie zmieniły się istotnie w ciągu miesiąca



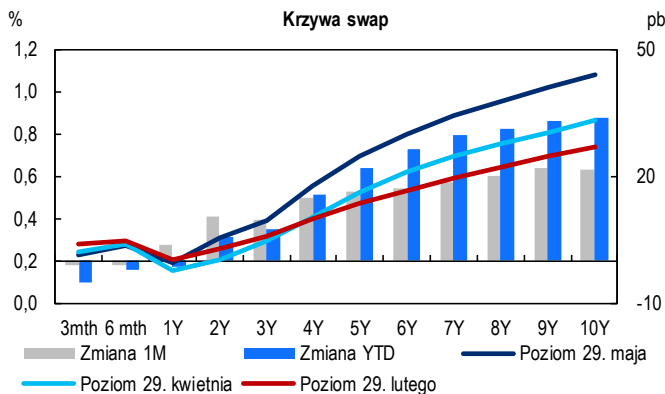
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Krzywa rentowności pozostała dosyć stroma



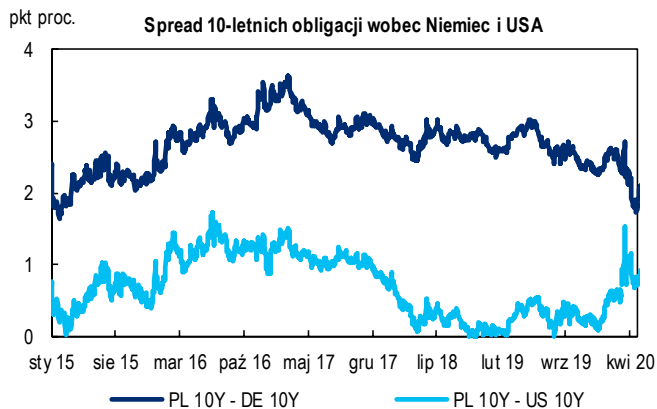
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 17. Stopy swap zaczęły stopniowo rosnąć



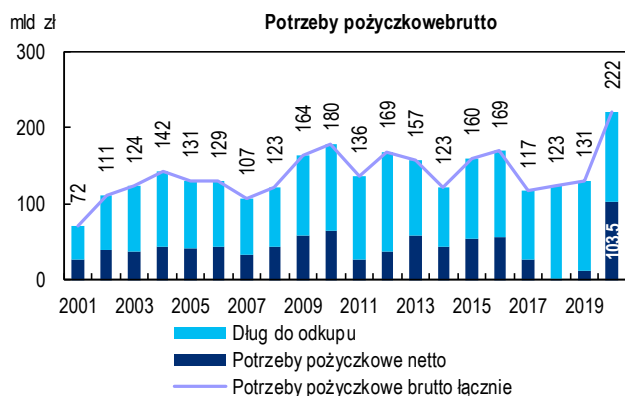
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



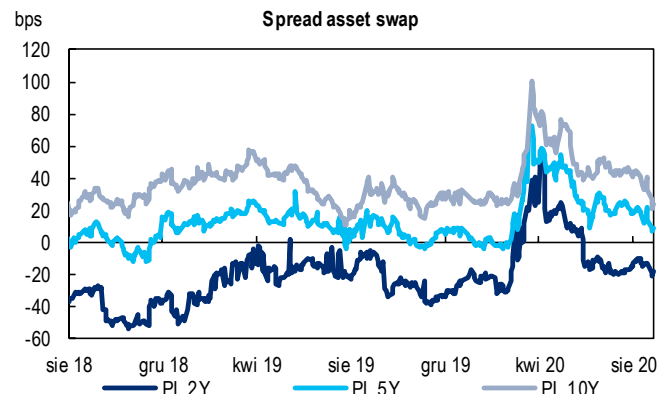
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 21. Potrzeby pożyczkowe mogą być mniejsze o ok. 30 mld zł od założeń resortu finansów



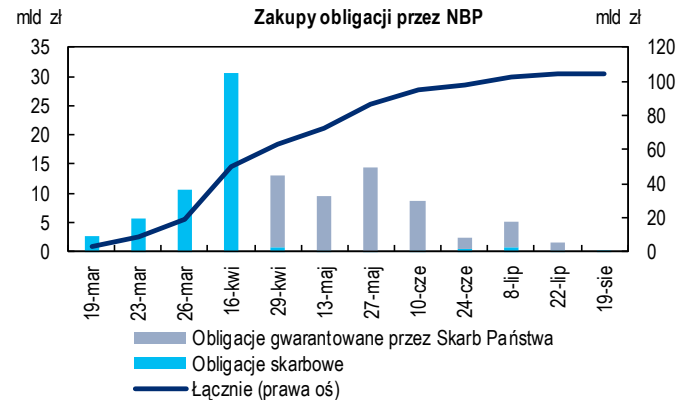
Źródło: prognoza Ministerstwa Finansów, Citi Handlowy

Wykres 18. Spadek spreadów asset swap był kontynuowany



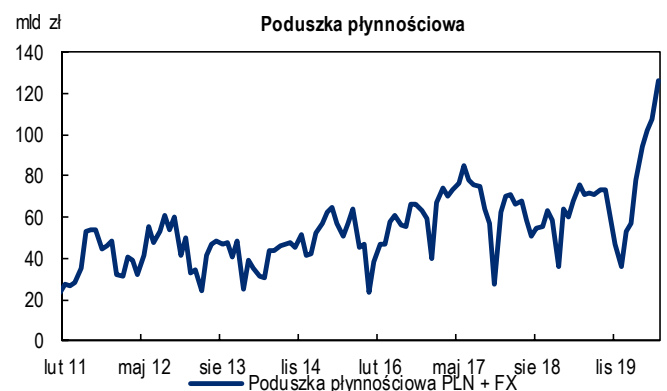
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 20. NBP kupił obligacje skarbowe (ok 52 mld zł) i z gwarancją Skarbu Państwa (ok. 52 mld zł) w łącznej wysokości ok. 4,6% PKB.



Źródło: PAP, NBP, Citi Handlowy

Wykres 22. Ministerstwo Finansów może ograniczyć poduszkę płynnościową w kolejnych miesiącach



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 2. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2019						2020						
	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5,8	-1,5	5,6	3,7	1,4	3,8	1,1	4,8	-2,5	-24,6	-16,9	0,5	1,1
Produkcja przemysłowa (% m/m)	2,8	-6,1	10,8	7,9	-5,8	-9,4	4,5	2,2	2,2	-25,5	10,3	13,9	3,4
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	6,6	-1,5	5,8	3,7	0,2	3,8	2,0	5,7	-3,2	-27,5	-18,4	0,9	1,1
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	6,6	2,6	7,6	-4,1	-4,7	-3,3	6,4	5,5	3,7	-0,9	-5,1	-2,3	-10,9
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	5,7	4,4	4,3	4,6	5,2	5,7	3,5	7,3	-9,0	-22,9	-7,7	-1,3	3,0
Stopa bezrobocia (%)	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0
Inflacja (% m/m)	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,8	0,9	0,7	0,2	0,0	-0,2	0,0	0,0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,1	0,3	0,4	-0,6	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,2	0,4	0,3
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-824	-820	846	535	1.139	253	2.263	949	1.292	1.156	2.321	2.842	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0,7	-0,6	-0,3	-0,1	0,1	0,4	0,4	0,8	1,0	1,3	1,8	2,3	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-269	-206	768	334	984	227	371	1037	124	-48	1389	2666	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	19051	17405	19933	21775	20607	16993	19621	20049	19138	13789	15793	18689	-
Eksport (% r/r)	6,4	-1,2	13,0	3,9	0,8	9,1	5,0	8,9	-5,7	-29,1	-19,3	3,0	-
Import f.o.b. (mln EUR)	19320	17611	19165	21441	19623	16766	19250	19012	19014	13837	14404	16023	-
Import (% r/r)	6,7	-3,0	6,2	0,3	-3,5	-0,6	4,4	0,9	-3,5	-28,1	-27,4	-10,7	-
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,9	9,9	9,4	9,3	9,4	8,3	9,3	9,4	11,8	14,0	16,0	18,1	16,8
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10,9	11,3	11,1	10,2	10,2	9,3	9,1	8,6	9,2	10,0	11,2	12,1	11,6
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	8,4	7,2	7,7	9,6	9,2	10,1	13,0	13,2	18,1	18,0	24,6	30,1	27,5
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	6,8	6,8	7,2	6,4	6,3	6,0	6,6	6,5	6,9	6,4	4,8	4,4	3,4
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	4,3	5,2	3,7	2,9	3,8	2,1	2,8	2,2	4,1	3,9	1,9	0,0	-2,4
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10	0,10
WIBOR 3M (średnio)	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,44	0,93	0,48	0,27	0,25
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,17	0,68	0,28	0,26	0,23
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,19	1,30	1,24	1,06	1,01	1,04	1,16	1,36	0,87	0,52	0,14	0,03	0,11
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,56	1,57	1,52	1,44	1,40	1,49	1,49	1,44	0,92	0,59	0,18	0,17	0,12
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	1,89	1,68	1,78	1,73	1,75	1,83	1,80	1,56	1,30	0,98	0,70	0,73	0,67
EUR/PLN (koniec okresu)	4,29	4,38	4,37	4,26	4,32	4,26	4,30	4,34	4,55	4,54	4,45	4,47	4,41
USD/PLN (koniec okresu)	3,85	3,97	4,00	3,82	3,93	3,80	3,90	3,93	4,15	4,17	4,00	3,98	3,72
EUR/USD (koniec okresu)	1,11	1,10	1,09	1,12	1,10	1,12	1,10	1,10	1,10	1,09	1,11	1,12	1,19
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	4,8	2,0	1,8	3,2	1,9	13,7	-3,4	3,3	9,4	18,9	25,9	17,1	16,3
Def. budżetowy skum. (% planu)	16,8%	6,9%	6,3%	11,2%	6,6%	48,2%	-3,1%	3,0%	8,6%	17,3%	23,7%	15,7%	14,9%

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	587	590	569	648
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.265	2.249	2.418
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.270	15.348	14.854	16.908
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	9,0	8,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-4,0	4,7
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-13,1	16,1
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-2,1	4,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-3,2	6,1
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-7,9	5,3
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-9,1	6,5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,7	2,1
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	2,0
Place nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	3,0	3,6
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,6	7,4	4,9	3,5	7,4	7,0	6,5	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,26	0,26
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,50	1,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,54	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,71	3,50
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,59
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,42	4,34
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,42	4,38
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-6,0	2,5	17,0	16,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	0,4	3,0	2,6
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	2,7	7,4	4,8
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	257,8	225,9	249,5
Import	215,0	188,6	193,1	226,6	260,1	255,1	218,5	244,7
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	28,2	24,7	29,7
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-26,4	-12,5	-15,0
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	115,8	117,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,6	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-11,4	-5,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-10,3	-4,3
Dług sektora rządowego i samorządowego	50,4	51,3	54,2	50,6	48,8	46,0	61,6	63,6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 4. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,3	4,1	-4,0	4,7	3,2	3,0	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	2,0	2,4	2,6	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,0	0,4	3,0	2,6	1,9	1,6	1,4
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	0,10	0,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,74	3,80	3,71	3,50	3,41	3,32	3,21
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,59	3,45	3,35	3,26
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,26	4,42	4,34	4,30	4,28	4,27
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,42	4,38	4,32	4,29	4,28

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. 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.
