

CitiMonthly

Wkrótce nowe otwarcie

Piotr Kalisz, CFA
Cezary Chrapek, CFA
Kwiecień 2021

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

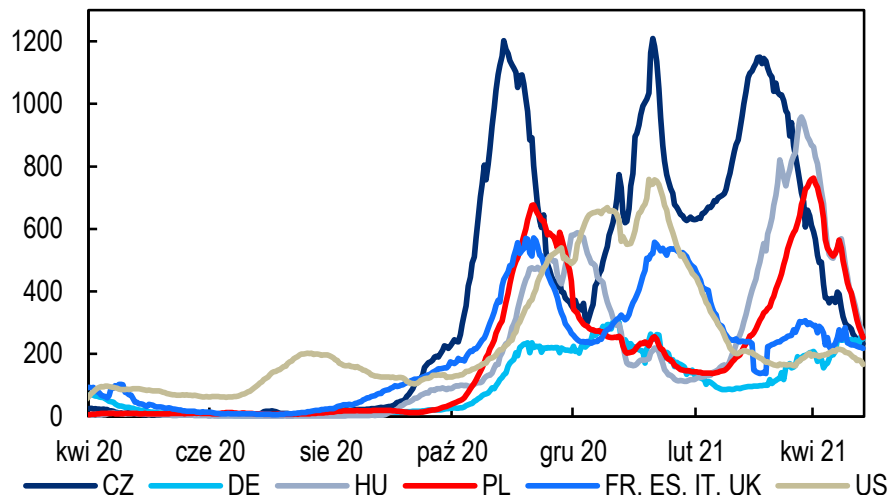
 **citi handlowy**[®]

Podsumowanie

- Wprowadzone restrykcje zaczęły przynosić efekty w postaci spadku liczby potwierdzonych przypadków COVID. Otwieranie gospodarki rozpocznie się zapewne w maju, ale będzie rozłożone w czasie.
- Na szybsze łagodzenie restrykcji nie pozwala bardzo wysoki stopień obciążenia służby zdrowia (Polska pozostaje w grupie krajów o największej liczbie zgonów na świecie) oraz wciąż niewielki stopień zaszczepienia społeczeństwa (ok. 25%).
- Pomimo trudnej sytuacji pandemicznej gospodarka jest w zaskakująco dobrej kondycji. Nasze dotychczasowe prognozy zakładały bardzo silne odbicie wzrostu w II i III kwartale, jednak najnowsze dane sugerują, że nastąpiło ono już na początku roku.
- Przyspieszenie odbicie oznacza jednak, że dynamika PKB kw/kw w II połowie roku może być już słabsza.
- Jednym z kluczowych tematów rynkowych pozostaje inflacja. Naszym zdaniem w przypadku CPI bilans ryzyka jest niesymetryczny i niespodzianki w postaci szybszego od prognoz wzrostu cen są bardziej prawdopodobne.
- RPP wydaje się przekonana, że inflacja jest tylko przejściowym problemem (naszym zdaniem nie jest to wcale takie jasne) i nie zamierza podnosić stóp procentowych przez ponad rok. Spodziewamy się, że do pierwszej podwyżki dojdzie w III kw. 2022 r.
- W kwietniu bank centralny przestał się niepokoić poziomem kursu złotego, a prezes NBP uznał, że kurs powrócił do „strefy komfortu”.

Fala ponownie opada

Nowe przypadki na 1 mln mieszkańców (7DMA)



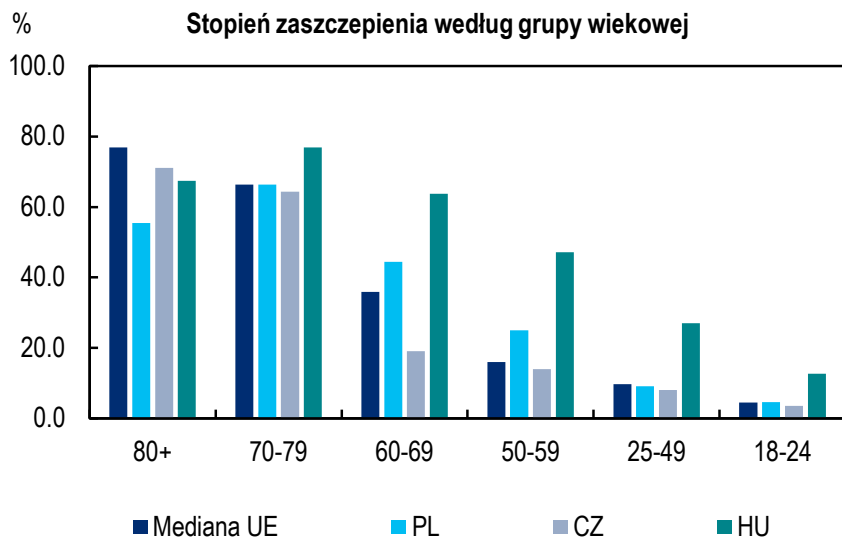
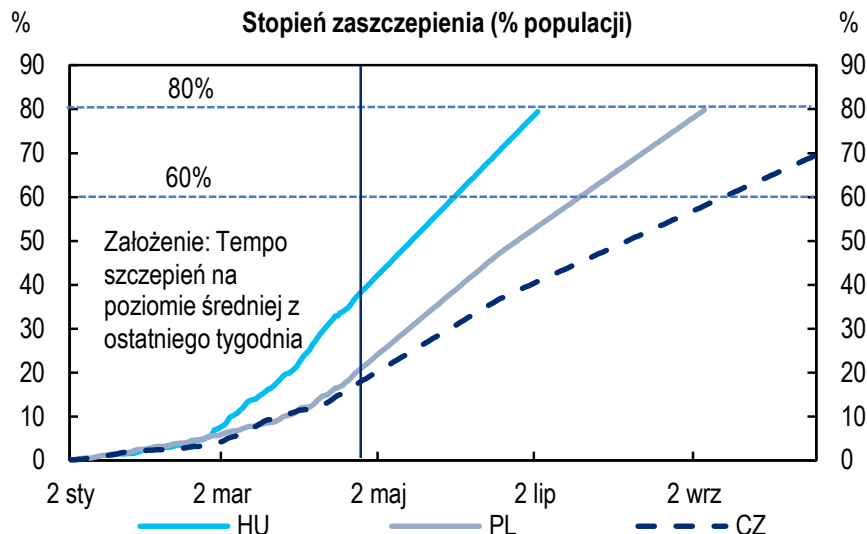
Kraje o największej liczbie zgonów z powodu COVID na świecie (jako % populacji)

	25 kwi	15 kwi	31 mar	15 mar
1	Węgry	Węgry	Węgry	Czechy
2	Bośnia i Herc.	Bośnia i Herc.	Bośnia i Herc.	Słowacja
3	Urugwaj	Urugwaj	Pln. Macedonia	Węgry
4	Pln. Macedonia	Pln. Macedonia	Bułgaria	Bułgaria
5	Bułgaria	Bułgaria	Czechy	Bośnia i Herc.
6	Polska	Czarnogóra	Brazylia	Czarnogóra
7	Peru	Polska	Słowacja	Pln. Macedonia
8	Paragwaj	Słowacja	Czarnogóra	Antigua i Barbuda
9	Brazylia	Brazylia	Moldawia	Brazylia
10	Słowacja	Czechy	Polska	Moldawia

Quasi-lockdown działa

- Mniej więcej dwa tygodnie po wprowadzeniu obostrzeń liczba nowych przypadków COVID zaczęła się obniżać. W momencie publikacji tego raportu liczba zakażeń obniżyła się do poziomów, które ostatnio były notowane na przełomie lutego i marca (dane uśrednione za poprzednie 7 dni).
- O tym, kiedy będą znoszone obostrzenia zdecyduje nie sam poziom potwierdzonych przypadków COVID, lecz stopień obciążenia służby zdrowia.
- O wyjątkowości sytuacji może świadczyć fakt, że w ostatnim miesiącu Polska systematycznie utrzymywała się w pierwszej dziesiątce krajów na świecie o najwyższej tygodniowej liczbie zgonów z tytułu COVID (w zestawieniu braliśmy pod uwagę 190 krajów). Podobną sytuację obserwowano w innych krajach Europy Środkowej, która jak dotąd okazała się regionem geograficznym świata najbardziej dotkniętym przez pandemię.
- Drugim czynnikiem, który może wpływać na tempo otwierania gospodarki jest postęp programu szczepień. W marcu i na początku kwietnia Polska szczepiła w wolnym tempie (i wolniejszym tempie niż średnia UE), ale w ostatnich tygodniach sytuacja zaczęła się poprawiać.

Nowe otwarcie od maja

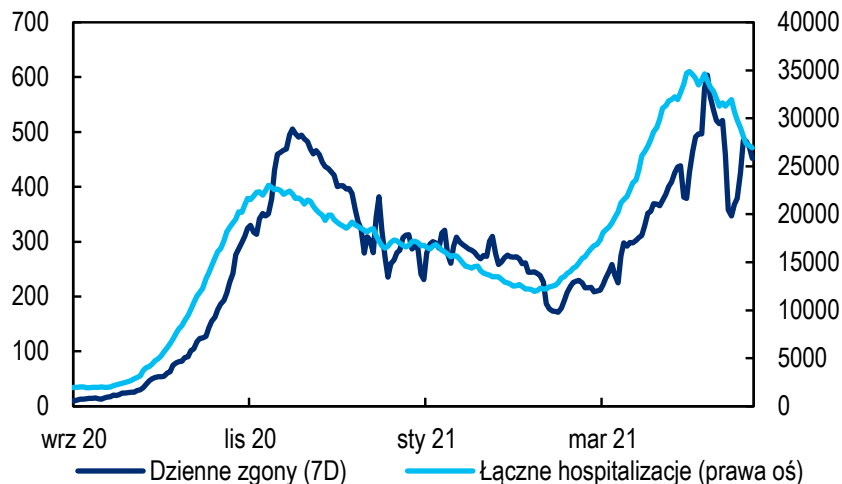


Szczepienia stopniowo w górę

- W momencie przygotowywania tego raportu pierwszą dawkę szczepienia otrzymało około 25% dorosłej populacji kraju, a tempo szczepień przyspieszyło. Wciąż jest ono jednak zbyt wolne, aby pozwolić na szybkie otwieranie gospodarki. Do osiągnięcia odporności zbiorowej potrzebne byłoby osiągnięcie poziomu przynajmniej 70%, co w obecnym tempie byłoby możliwe w sierpniu.
- Spoglądając na statystyki można mieć wątpliwości czy stopień zaszczepienia na poziomie odporności zbiorowej jest osiągalny w przewidywalnym horyzoncie. Dane ECDC pokazują, że w grupie osób 80 lat+ pierwszą dawkę przyjęło zaledwie 56% osób (vs 77% w UE). Zaskakująco niski stopień zaszczepienia w tej grupie wiekowej może sugerować, że osiągnięcie poziomu 70% będzie bardziej długotrwałym procesem niż dotychczasowe trendy to sugerują.
- Biorąc pod uwagę powolny spadek liczby zajętych łóżek szpitalnych, na istotne złagodzenie restrykcji trzeba będzie poczekać. Podtrzymujemy nasz pogląd, że zauważalne rozluźnienie nastąpi najwcześniej po majówce, a cały proces będzie rozłożony w czasie. Zakładamy, że początkowo może nastąpić otwarcie większych sklepów, a w kolejnych etapach hoteli oraz tylko częściowe otwarcie restauracji. Pełne otwarcie lokali gastronomicznych nastąpi zapewne około czerwca lub lipca.

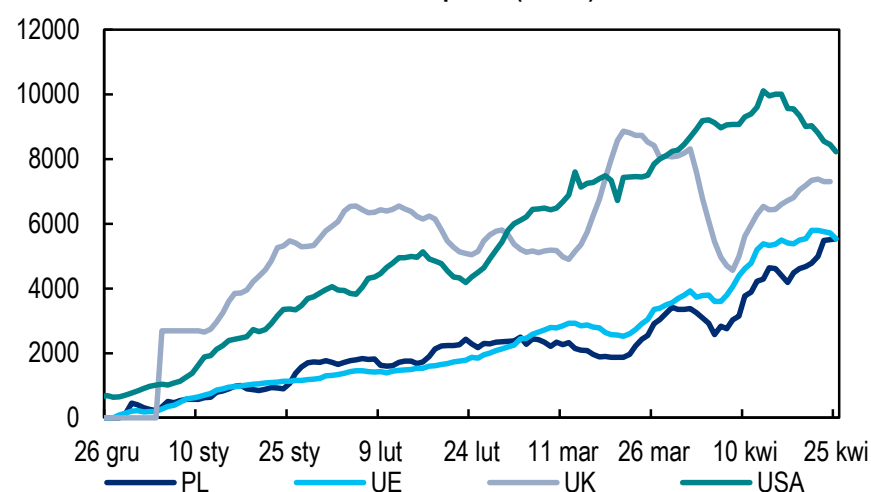
COVID-19

Hospitalizacje i zgony



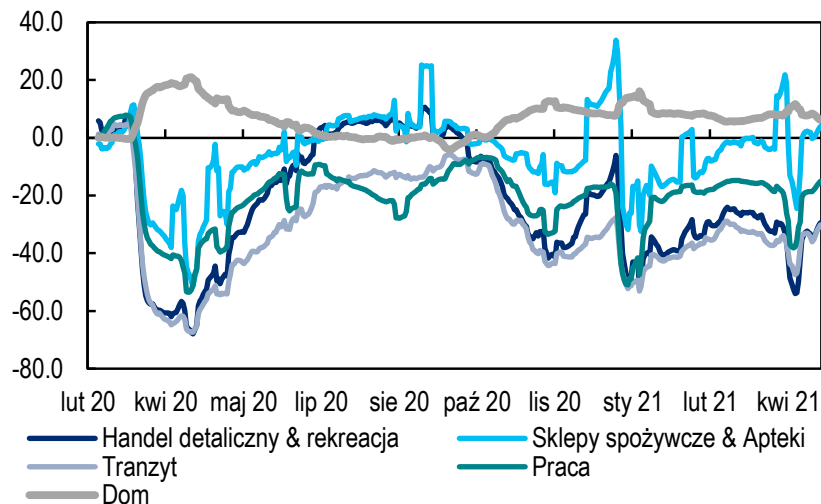
na 1 mln

Dzienne szczepienia (7DMA)



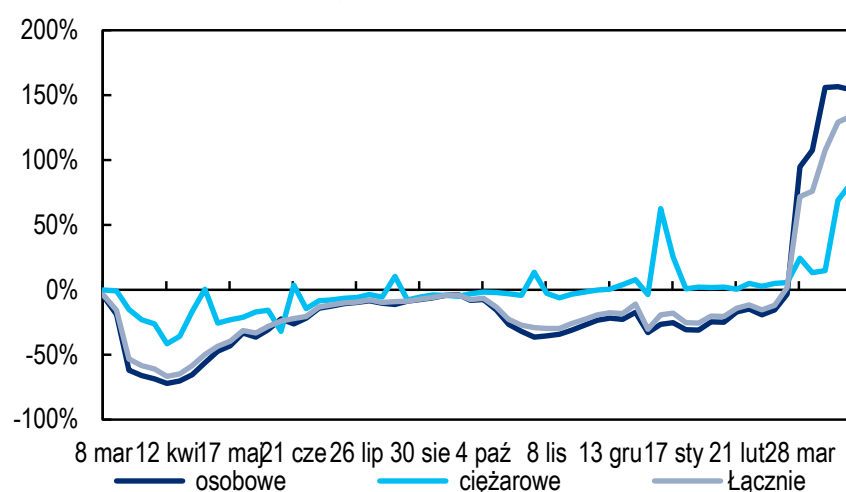
vs. 6.01-3.02

Indeks mobilności Google

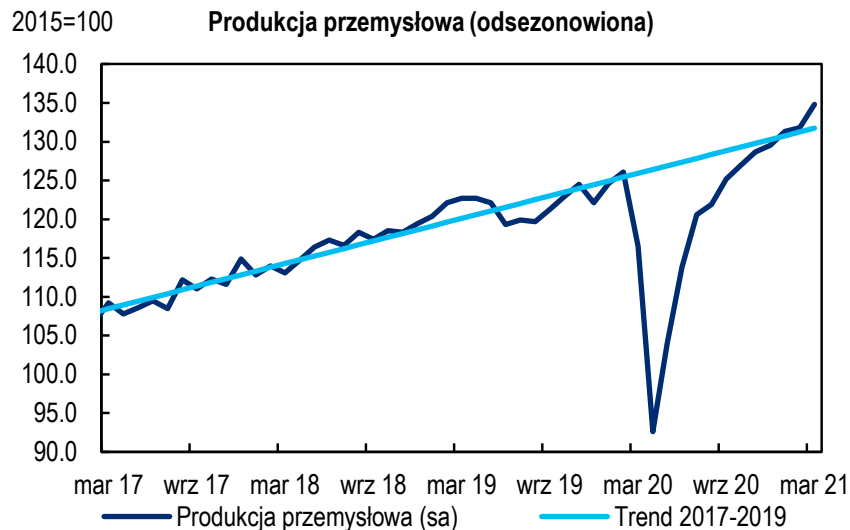
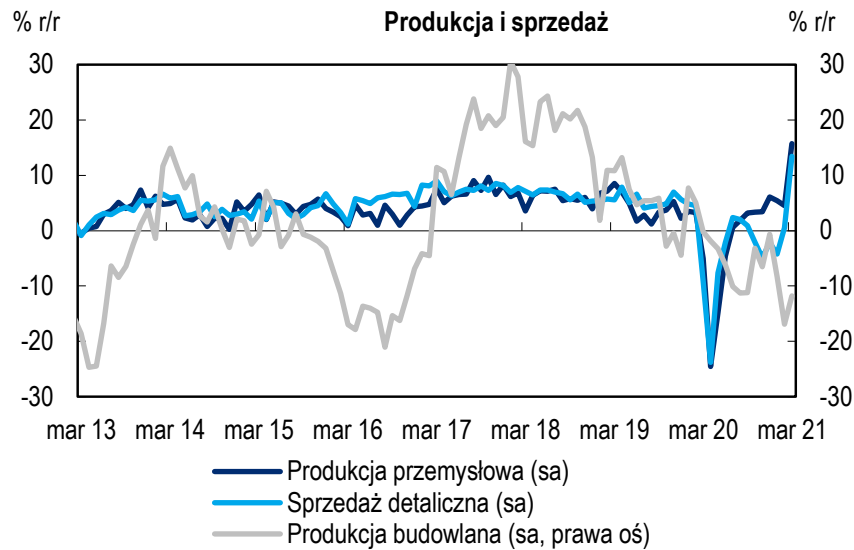


% r/r

Natężenie ruchu na autostradzie



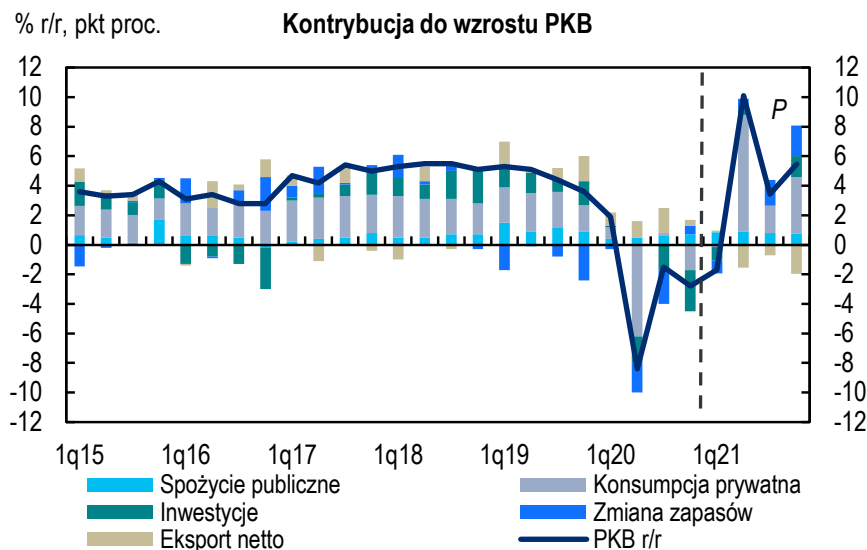
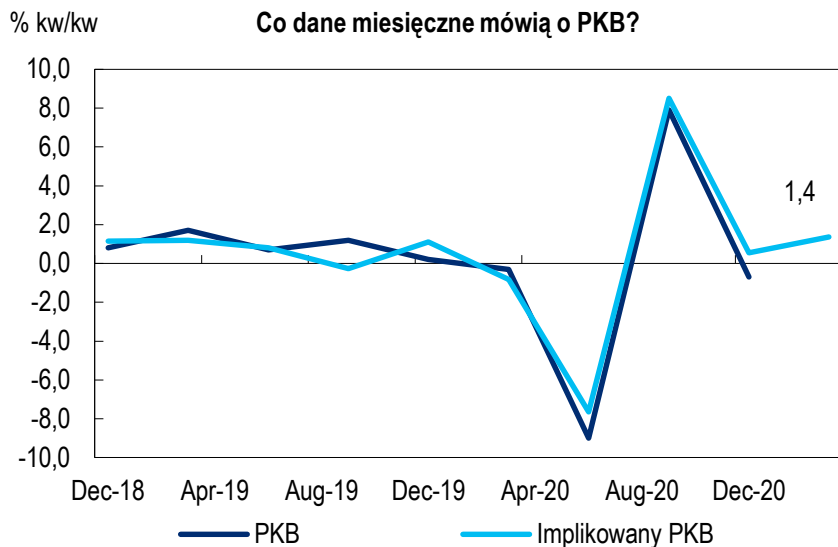
Produkcja i sprzedaż w I kwartale



Ożywienie z przytupem

- Miesięczne dane za marzec bardzo pozytywnie zaskoczyły. Produkcja przemysłowa wzrosła o 2,3% m/m i była o 15,7% wyższa niż rok wcześniej (dane oczyszczone z sezonowości i efektów kalendarzowych).
- To, że marzec będzie dobry pod względem produkcji można było przypuszczać ze względu na niską statystyczną bazę odniesienia. Mimo to dane i tak pozytywnie zaskoczyły, między innymi dzięki silnym wynikom sektorów nastawionych na eksport. Dane potwierdzają, że przetwórstwo nie tylko uodporniło się na pandemiczne restrykcje, ale wręcz zyskuje na wzroście popytu zagranicznego na dobra trwałego użytku, w tym na meble i elektronikę w związku z ograniczoną konsumpcją usług (efekt lockdownów).
- W rezultacie produkcja przemysłowa wzrosła powyżej wcześniejszego trendu, wymazując straty z okresu pandemii.
- Bardzo silne wzrosty odnotowano również w przypadku sprzedaży detalicznej (+15,2% r/r). W szczególności w ujęciu rok-do-roku rosła sprzedaż odzieży, obuwia i pojazdów, co w znacznym stopniu odzwierciedlało niską bazę odniesienia. Kontynuowane były również wcześniejsze wzrosty w sprzedaży mebli i sprzętu RTV/AGD.
- W przypadku sprzedaży na powrót do trendu będzie trzeba jednak jeszcze poczekać.

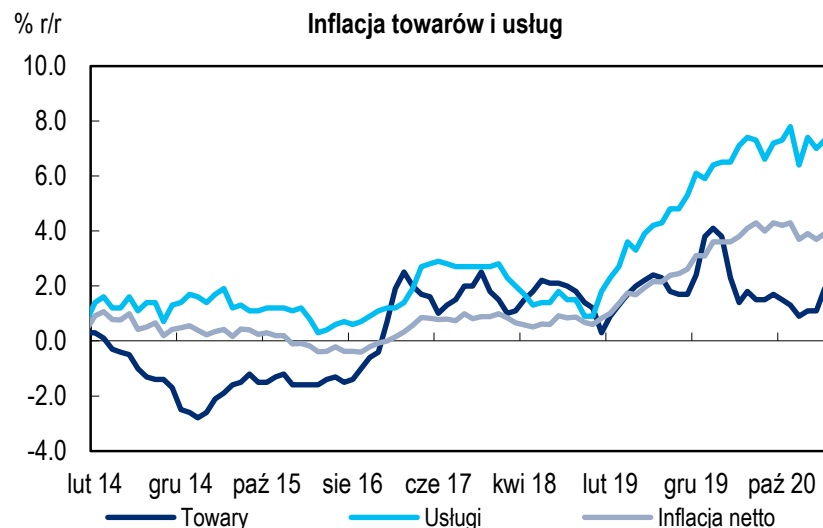
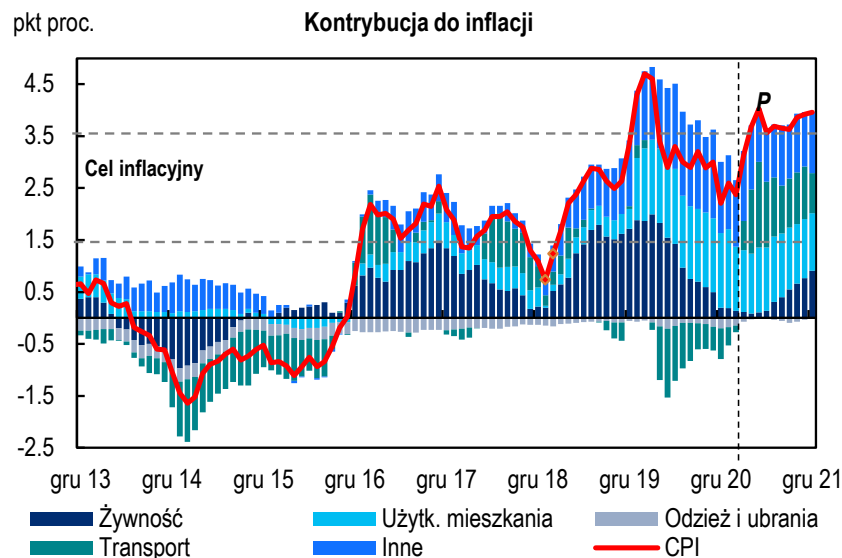
PKB w 2021 r.



Na plusie już w I kwartale

- Nasz “tracker” PKB oparty na miesięcznych danych o produkcji i sprzedaży detalicznej sugeruje, że w I kw. PKB wzrósł o około 1,4% kw/kw. Rzeczywisty wynik może być nieco słabszy przez niższą aktywność w usługach, ale i tak powinien być wyjątkowo dobry.
- Jeżeli oficjalne dane GUS to potwierdzą, będzie to duża niespodzianka. Spodziewaliśmy się bardzo mocnego odbicia aktywności, ale dopiero od II kwartału. Dane sugerują, że odbicie zaczęło się wcześniej.
- Dane za I kwartał prawdopodobnie oznaczają przesunięcie ożywienia w czasie. Oznacza to, że w porównaniu z dotychczasowymi prognozami dynamika PKB w I kwartale będzie wyższa, ale dynamika w III kwartale niższa.
- Na wiarygodne szacunki PKB będzie można sobie pozwolić na przełomie maja i czerwca, a więc po publikacji danych kwietniowych i po ocenie postępu programu szczepień. Na razie skorygowaliśmy prognozę PKB na cały rok do 4,2%, aby uwzględnić lepsze od prognoz dane za I kwartał.
- Wciąż jednak uważamy, że przyszłoroczny wzrost gospodarczy może przyćmić wyniki w 2021. Szacujemy, że dzięki ożywieniu w inwestycjach i odłożonemu popytowi konsumpcyjnemu, wzrost PKB w 2022 r. prawdopodobnie przekroczy 5%

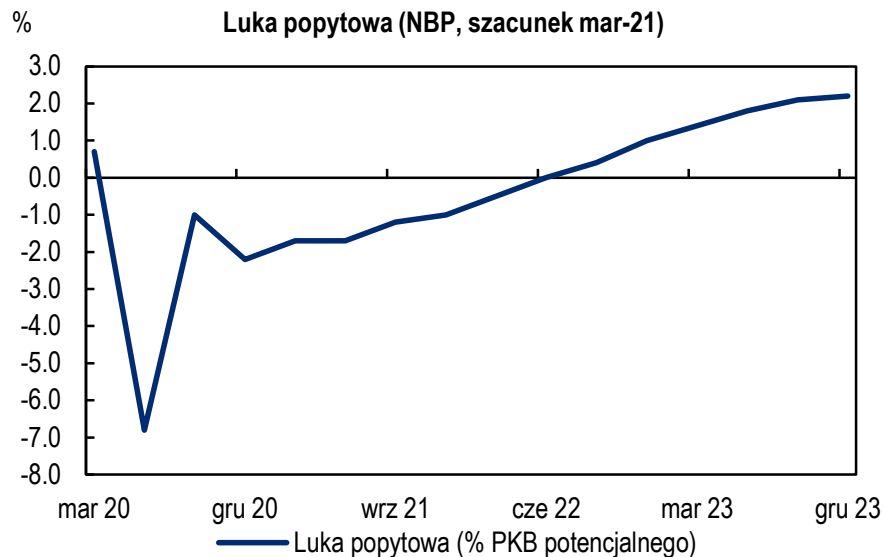
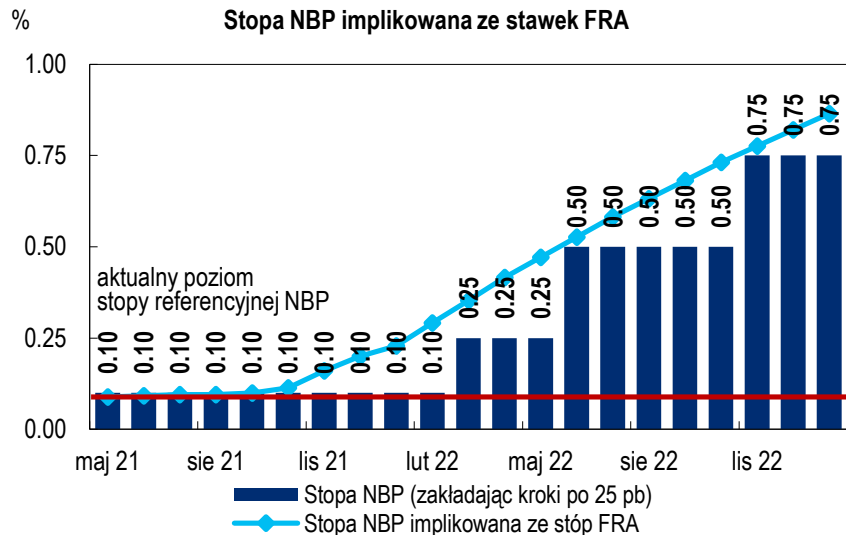
Inflacja



Inflacja nie przestaje zaskakiwać

- W marcu ceny konsumpcyjne wzrosły o 3,2% r/r, wyraźnie szybciej niż zakładały nasze i rynkowe prognozy. W porównaniu z lutym wyjątkowo dynamiczne wzrosty odnotowano w przypadku cen paliw (drożęjąca ropa) oraz odzieży i obuwia (przejściowe otwarcie galerii handlowych). Istotnie wzrosły też ceny usług telekomunikacyjnych oraz opłat radiowo-telewizyjnych, a więc usług najbardziej popularnych w pandemicznej rzeczywistości.
- W kolejnych miesiącach inflacja może ponownie wzrosnąć, sięgając w maju około 4%. Z jednej strony roczny wskaźnik cen będzie podnoszony przez efekty statystyczne, a w szczególności przez to, że tegoroczny poziom cen będzie porównywany do danych z wiosny 2020 r., gdy pandemia doprowadziła do silnego spadku cen paliw. Co istotniejsze, wraz z otwieraniem gospodarki w maju i czerwcu spodziewamy się dodatkowego impulsu inflacyjnego, związanego z materializacją długo odkładanego popytu, przy jednoczesnych ograniczeniach podaży.
- Po osiągnięciu około 4% w maju inflacja może oscylować na podwyższonym poziomie. W całym 2021 roku spodziewamy się średniorocznego wskaźnika CPI na poziomie ~3,5% i choć nasza prognoza jest wyższa od konsensusu, ryzyko dla niej widzimy po stronie jeszcze wyższego wyniku.

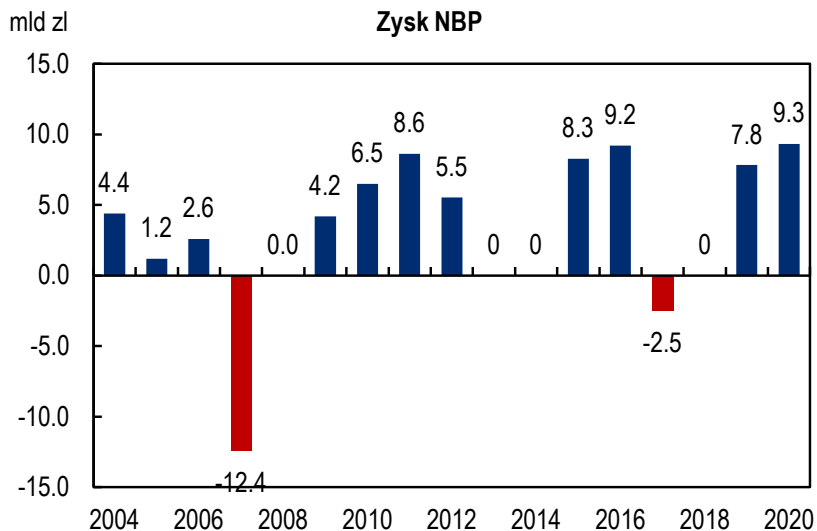
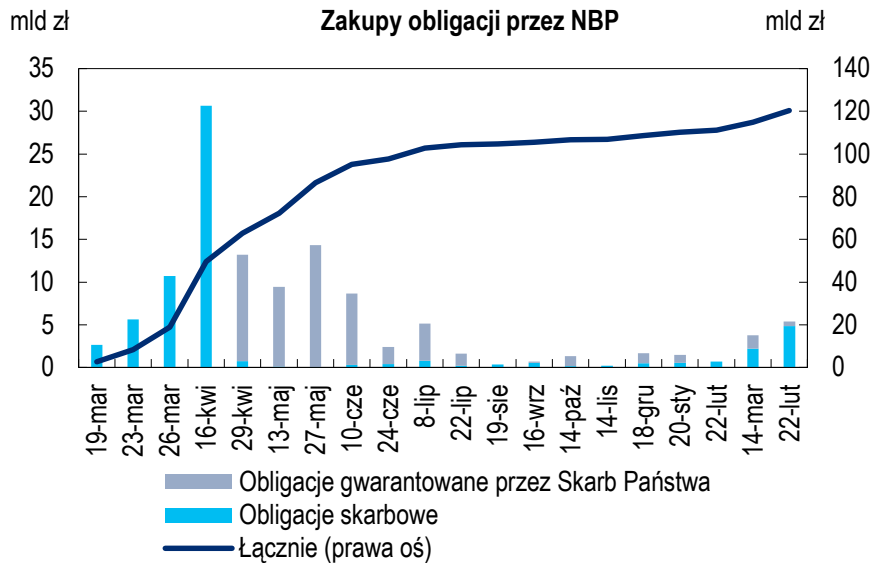
Polityka pieniężna



Inflacja Radzie nie straszna

- W kwietniu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) pozostawiła stopę referencyjną bez zmian na poziomie 0,1%.
- Podczas comiesięcznej konferencji prasowej prezes Glapiński powtórnie zasygnalizował, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest utrzymanie obecnego poziomu stóp przynajmniej do połowy 2022 roku.
- Rada traktuje wzrost inflacji jako zjawisko przejściowe, nie wymagające żadnej reakcji ze strony polityki pieniężnej. Bank centralny nie dostrzega również oznak „nadmiernego popytu”, a odnosząc się do ryzyka przegrzania gospodarki prezes Glapiński zacytował nawet kwestię z filmu *Pulp Fiction* Quentina Tarantino, stwierdzając „jesteśmy daleko od OK” w gospodarce (cytat za PAP).
- Biorąc pod uwagę stanowisko przedstawicieli banku centralnego, wciąż uważamy, że do pierwszej podwyżki stóp procentowych dojdzie dopiero w III kwartale 2022 r. - oczekujemy, że we wrześniu przyszłego roku stopa referencyjna wzrośnie do 0,5% z 0,1%.
- Jest to wolniejsza ścieżka podwyżek niż ta, która wynikałaby z kwotowań rynkowych. Notowania rynku FRA są spójne ze scenariuszem wzrostu stóp rynkowych do około 0,25% w I kwartale 2022 r. oraz około 0,5% już w czerwcu.

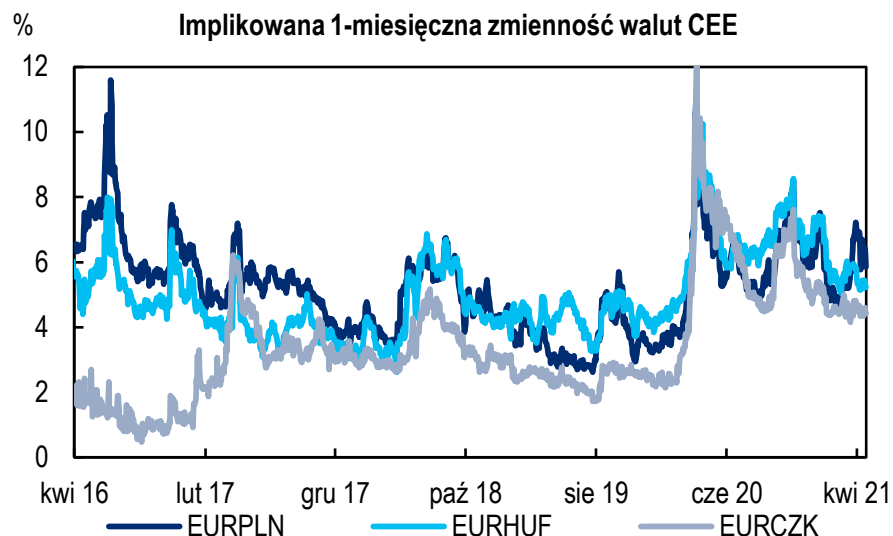
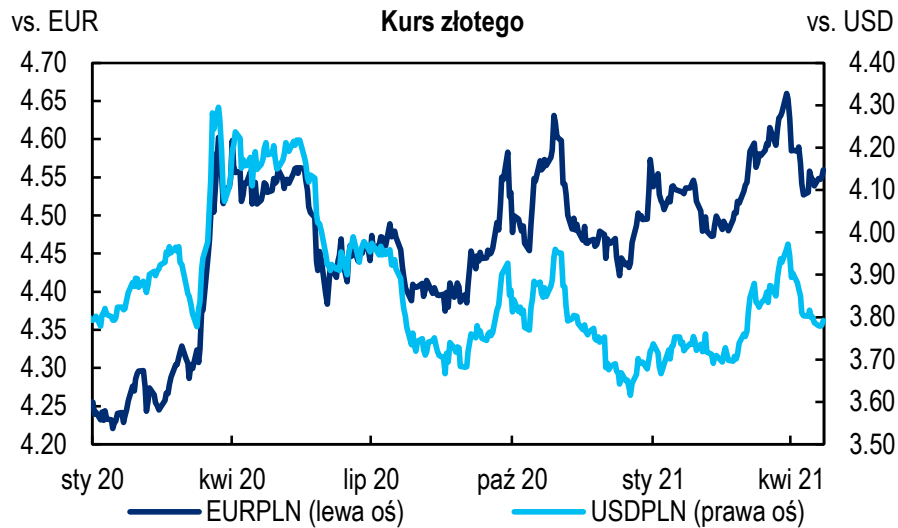
Polityka pieniężna



Kurs złotego już nie musi być słabszy

- Jedyna istotna zmiana w komunikacji RPP dotyczyła nie stóp procentowych, lecz kursu walutowego. Od czerwca RPP powtarzała w komunikatach, że brak wyraźnego osłabienia PLN może ograniczać tempo ożywienia gospodarczego. Fraza ta była odbierana uczestników rynku jako forma interwencji werbalnej. W kwietniu jednak ta część komunikatu została usunięta i znalazło się w nim zdecydowanie słabsze zdanie („*Tempo ożywienia gospodarczego w kraju będzie także uzależnione od dalszego kształtowania się kursu złotego*”).
- W kwietniu prezes Głapiński przyznał również, że kurs złotego znajduje się już w strefie komfortu NBP. Interpretujemy powyższe wypowiedzi jako sygnał, że bank centralny nie zamierza w najbliższym czasie interweniować na rynku FX.
- NBP poinformował, że jego zysk w 2020 roku wyniósł 9,3 mld zł, z czego 8,9 mld ma trafić do budżetu. Tak wysoki zysk to prawdopodobnie częściowo efekt spadku stóp procentowych na świecie, co poprawiło wynik ze sprzedaży obligacji. Istotny wpływ miało również osłabienie złotego pod koniec roku. Gdyby kurs USD/PLN pozostał na poziomie sprzed interwencji, NBP miałby znaczne niezrealizowane koszty związane z ujemną wyceną różnic kursowych, co obniżyłoby wynik finansowy o około 6,3 mld zł (nasz szacunek przy założeniu udziału USD w rezerwach na poziomie 45%).

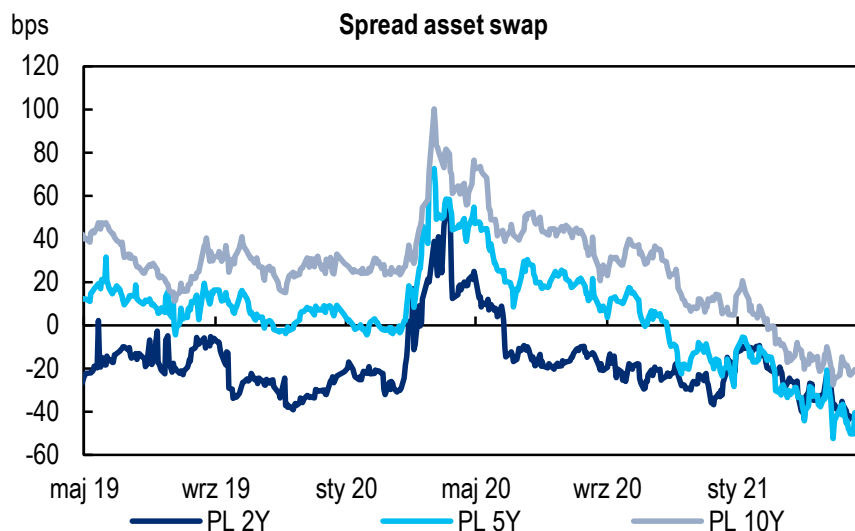
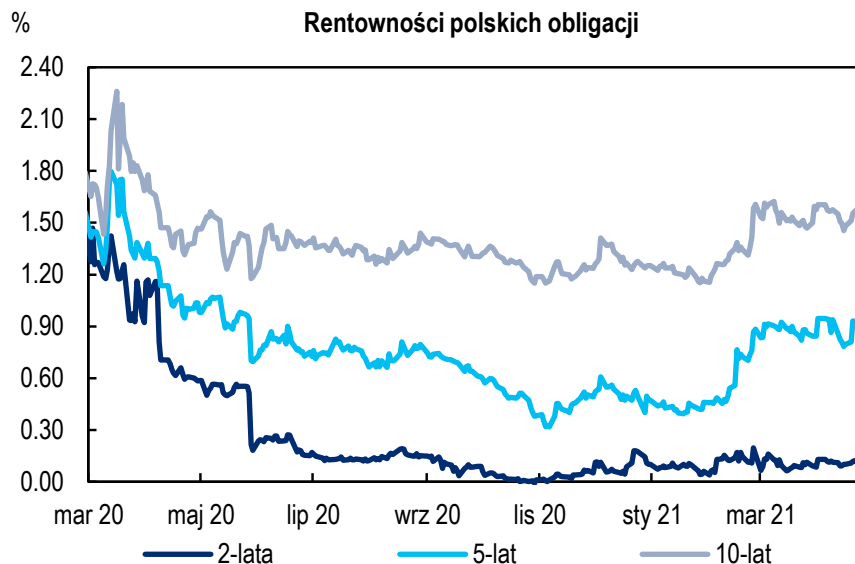
Rynek walutowy



Złoty w strefie komfortu

- W minionym miesiącu złoty wyraźnie zyskiwał na wartości i obok forinta był jedną z najlepiej zachowujących się walut wobec euro i pozostał poza wpływem znacznego osłabienia tureckiej liry i rubla.
- Korzystnie na złotego mogło wpłynąć umocnienie euro do dolara i spadek rentowności amerykańskich obligacji. Z czynników krajowych korzystny mógł być moment przesilenia trzeciej fali COVID i perspektywa poprawy sytuacji epidemicznej oraz stopniowego znoszenia restrykcji. Ponadto nastąpiła zmiana w komunikacji RPP, tj. złoty przestał być postrzegany jako niewystarczająco słaby i jako czynnik ograniczający ożywienie.
- Kwestia konwersji kredytów walutowych została odłożona w czasie (29.04 decyzja TSUE, 11.05 decyzja SN), ale wciąż może ograniczać potencjał do umocnienia złotego w okresie znoszenia restrykcji. Choć kurs złotego znajduje się w pobliżu strefy komfortu RPP, ta chciałaby jednak uniknąć nadmiernej aprecjacji.
- W dłuższej perspektywie złoty powinien stopniowo zyskiwać na wartości przy oczekiwanym wyraźnym ożywieniu gospodarczym i przy utrzymaniu wysokiej nadwyżki w obrotach bieżących i napływie środków unijnych. Aprecjacja złotego może być ograniczana przez spodziewane ponowne umocnienie dolara.

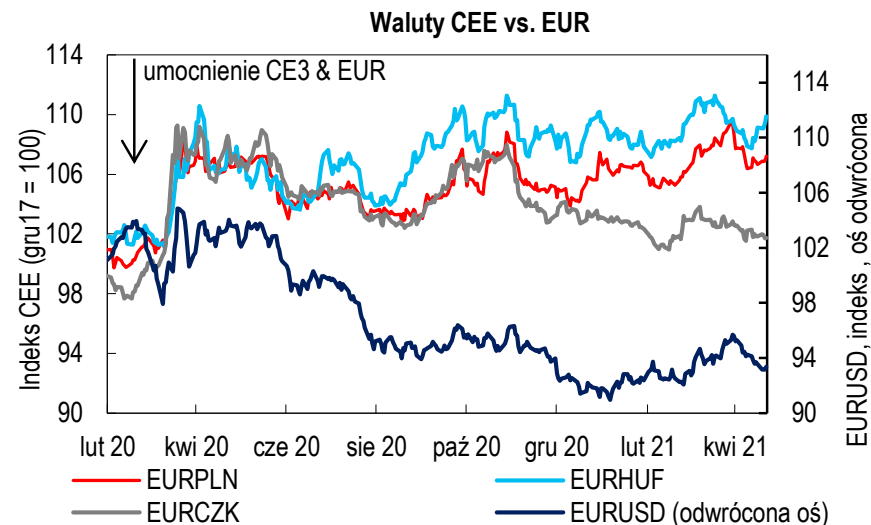
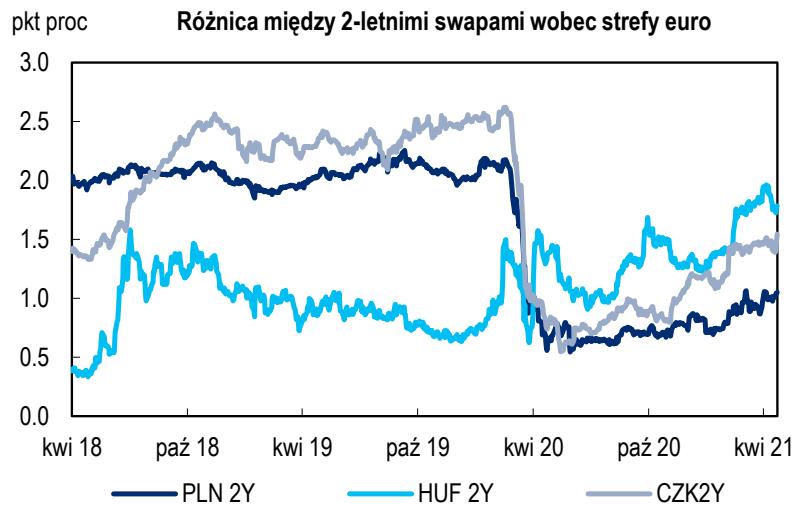
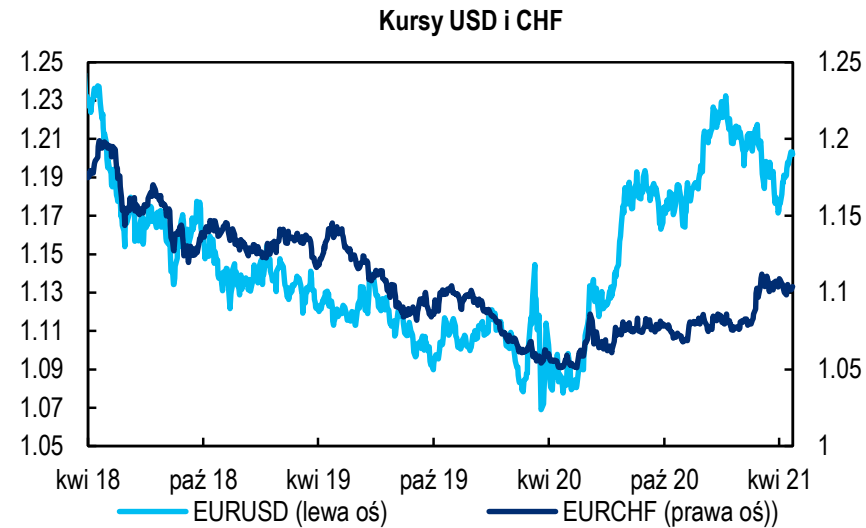
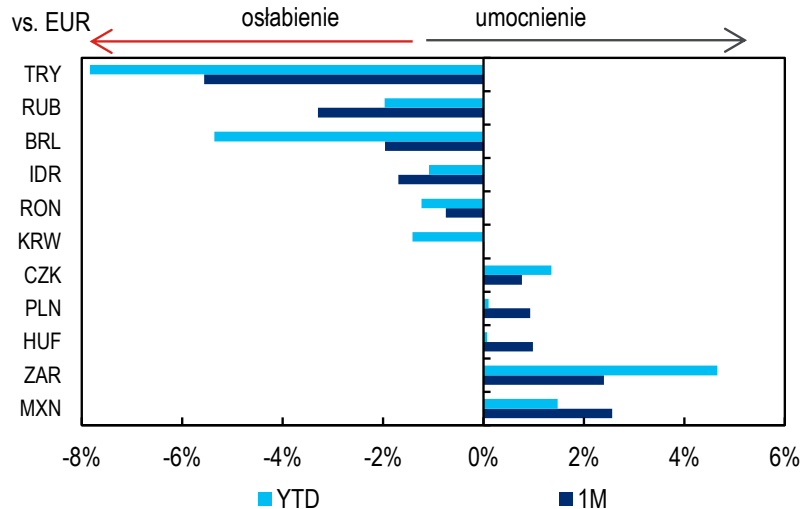
Rynek stopy procentowej



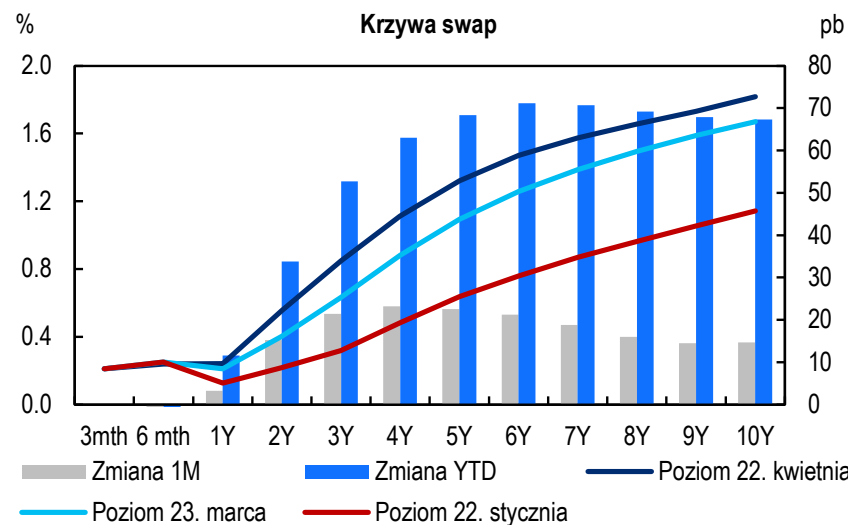
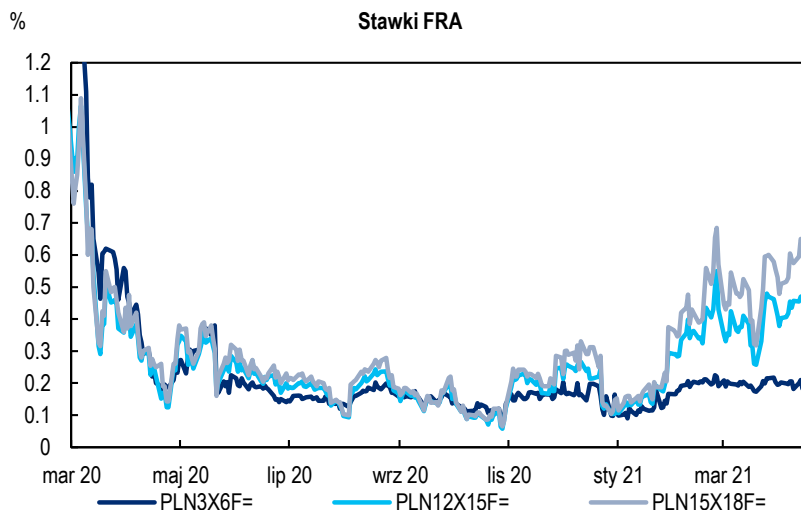
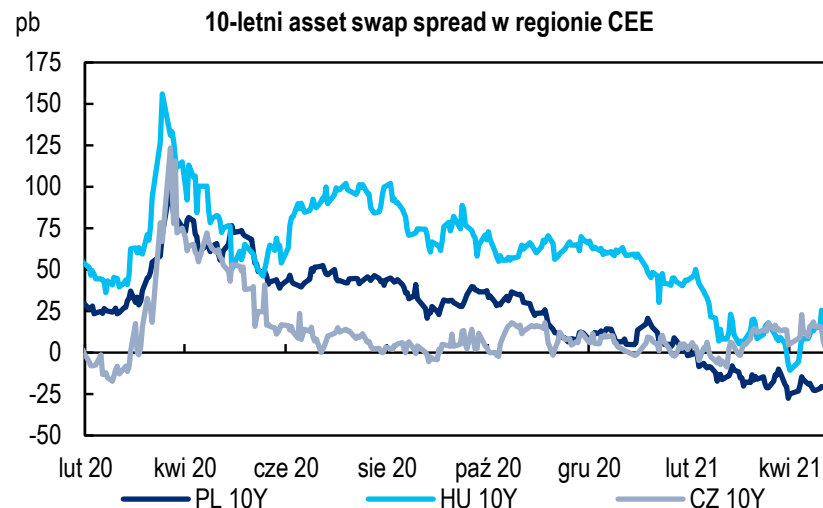
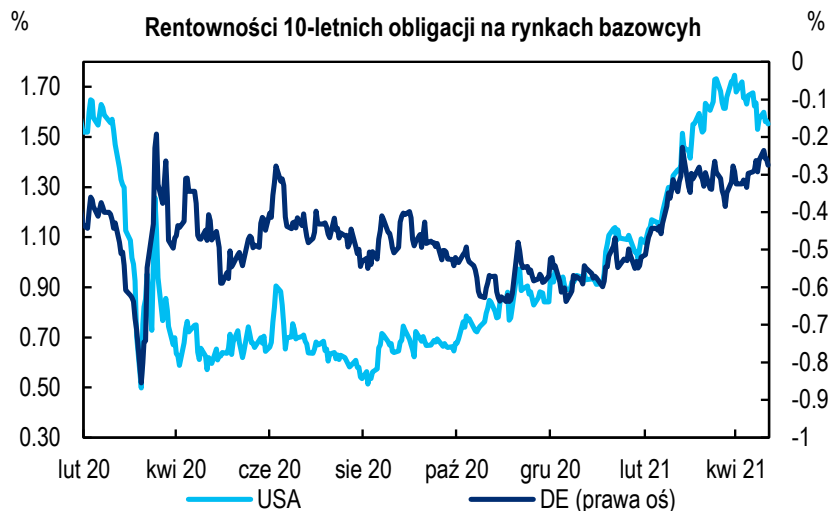
Wzrost stóp i spadek spreadu kredytowego

- W minionym miesiącu doszło do dalszego wzrostu stóp swap i rentowności obligacji. Jednocześnie kontynuowany był spadek spreadu kredytowego do rekordowo niskich poziomów dla 5-10 letnich tenorów.
- Na taki przebieg zdarzeń na rynku stóp procentowej mógł mieć wzrost rentowności niemieckich Bundów, znacznie wyższe od oczekiwań dane o aktywności i inflacji za marzec oraz perspektywy stopniowego otwierania się gospodarki przy poprawie danych epidemicznych.
- Oczekujemy, że dalszy wyraźny wzrost inflacji w kolejnych miesiącach oraz bardzo dobre dane z gospodarki za kwiecień będą sprzyjać wzrostom stóp rynkowych. W tym samym kierunku powinna oddziaływać poprawa w danych epidemicznych i stopniowe otwieranie gospodarki jak również oczekiwane wzrosty rentowności na bazowych rynkach długu (do 2% na koniec roku w przypadku amerykańskich Treasuries).
- Ograniczająco na wzrost rentowności może wpływać retoryka NBP i zwiększona aktywność banku centralnego w ramach skupu obligacji.
- Ministerstwo Finansów sfinansowało już - według naszych szacunków - ok. 70% potrzeb pożyczkowych, a emisje netto w II kw. pozostaną dosyć wysokie.

Przegląd rynkowy



Przegląd rynkowy



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2020										2021		
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
Strefa realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-2,5	-24,6	-16,9	0,5	1,1	1,5	5,7	1,0	5,4	11,1	0,7	2,7	18,9
Produkcja przemysłowa (% m/m)	2,2	-25,5	10,3	13,9	3,4	-5,7	15,3	3,1	-1,6	-4,5	-5,4	4,3	18,6
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-3,2	-27,5	-18,4	0,9	1,1	2,1	7,1	1,6	7,2	12,7	0,5	2,7	20,9
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	3,7	-0,9	-5,1	-2,3	-11,0	-12,0	-9,8	-5,8	-4,9	3,4	-10,1	-16,9	-10,8
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-9,0	-22,9	-7,7	-1,3	3,0	0,5	2,5	-2,3	-5,3	-0,8	-6,0	-3,1	15,2
Stopa bezrobocia (%)	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	6,5	6,5	6,4
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2
Inflacja (% m/m)	0,2	-0,1	-0,2	0,6	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	1,3	0,5	1,0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	0,1	1,0	2,2	3,9
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0,4	-0,6	-0,2	0,4	0,3	-0,4	0,3	0,5	0,0	0,3	1,0	1,0	1,3
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	736	717	1.556	3.333	650	1.273	1.330	2.307	1.956	477	3.341	1.619	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	1,1	1,3	1,6	2,2	2,5	2,8	3,0	3,4	3,5	3,6	3,8	3,8	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	0	-8	1366	2291	766	817	1525	1873	2103	511	979	883	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	19129	13820	15970	19106	19654	18018	21515	22952	23071	19788	19545	21322	-
Eksport (% r/r)	-6,6	-29,6	-19,2	4,3	2,2	2,4	6,6	3,7	10,0	14,6	-0,9	6,2	-
Import f.o.b. (mln EUR)	19129	13828	14604	16815	18888	17201	19990	21079	20968	19277	18566	20439	-
Import (% r/r)	-4,2	-28,9	-27,3	-7,4	-3,6	-4,0	2,1	-4,2	4,1	12,4	-4,0	6,0	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2020						2021						
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	11,8	14,0	16,0	18,1	16,8	16,2	17,0	17,0	16,1	16,4	16,8	16,3	14,4
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9,2	10,0	11,2	12,1	11,6	10,4	10,4	10,5	9,5	10,9	10,8	10,8	10,1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	18,1	18,0	24,6	30,1	27,5	28,0	29,6	26,5	25,0	19,0	20,1	21,2	20,4
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	6,9	6,4	4,8	4,4	3,4	2,6	2,7	3,6	2,6	2,9	2,1	1,4	1,1
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	4,1	3,9	1,9	0,0	-2,4	-3,7	-3,9	-3,2	-4,5	-4,9	-5,0	-5,2	-8,4
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 3M (średnio)	1,44	0,93	0,48	0,27	0,25	0,23	0,23	0,22	0,22	0,22	0,21	0,21	0,21
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,17	0,68	0,28	0,26	0,23	0,23	0,22	0,22	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	0,87	0,52	0,14	0,03	0,11	0,15	0,09	0,10	0,04	0,05	0,01	-0,01	0,04
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	0,92	0,59	0,18	0,17	0,12	0,15	0,09	0,01	0,05	0,10	0,06	0,16	0,09
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	1,30	0,98	0,70	0,73	0,67	0,76	0,61	0,38	0,49	0,47	0,46	0,88	0,84
EUR/PLN (koniec okresu)	4,55	4,54	4,45	4,47	4,41	4,40	4,53	4,62	4,48	4,61	4,54	4,52	4,66
USD/PLN (koniec okresu)	4,15	4,17	4,00	3,98	3,72	3,69	3,87	3,96	3,74	3,76	3,75	3,72	3,97
EUR/USD (koniec okresu)	1,10	1,09	1,11	1,12	1,19	1,19	1,17	1,17	1,20	1,23	1,21	1,21	1,17
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	9,4	18,9	25,9	17,1	16,3	13,3	13,8	12,1	13,2	85,0	-6,6	-0,9	3,4
Def. budżetowy skum. (% planu)*	8,6%	17,3%	23,7%	15,7%	14,9%	12,2%	12,6%	11,0%	12,1%	77,8%	-6,1%	-0,8%	3,1%

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, NBP, Citi Handlowy

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	596	595	651	713
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.288	2.317	2.474	2.690
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.503	15.537	17.018	18.660
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	6,3	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,7	4,2	5,3
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,6	0,1	11,1
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,3	5,5	5,1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	5,8	6,0
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-0,2	11,5	9,1
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,9	13,2	11,6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	3,9	3,1
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	3,5	3,1
Place nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,7	4,9	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	5,3	5,0	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	0,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,21	1,05
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	1,80	2,05
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,77	3,86	3,81
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,84	3,83
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,48	4,38
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,54	4,43

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	21,0	16,5	6,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,5	0,9
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	13,1	10,6	7,6
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	259,0	286,1	322,6
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	246,0	275,5	315,0
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,5	26,7	30,0	33,0
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-17,7	-22,2	-30,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,0	-5,5	-3,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,6	-4,1	-1,9
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,3	48,0	47,8	46,6

Prognozy długoterminowe

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2,7	4,2	5,3	4,1	3,6	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	3,4	3,5	3,1	3,2	2,6	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	3,5	2,5	0,9	0,8	0,6	0,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0,10	0,10	0,50	1,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,77	3,86	3,81	3,67	3,41	3,26
USD/PLN (Średnia)	3,89	3,84	3,83	3,74	3,54	3,32
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,61	4,48	4,38	4,33	4,30	4,27
EUR/PLN (Średnia)	4,44	4,54	4,43	4,35	4,31	4,28



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 pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, 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. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „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. Niniejszy materiał 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. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. 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. 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. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne 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 prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. 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 pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.



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. 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.