

CitiMonthly

Prawie jak boom

Piotr Kalisz, CFA
Cezary Chrapek, CFA
Czerwiec 2021

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

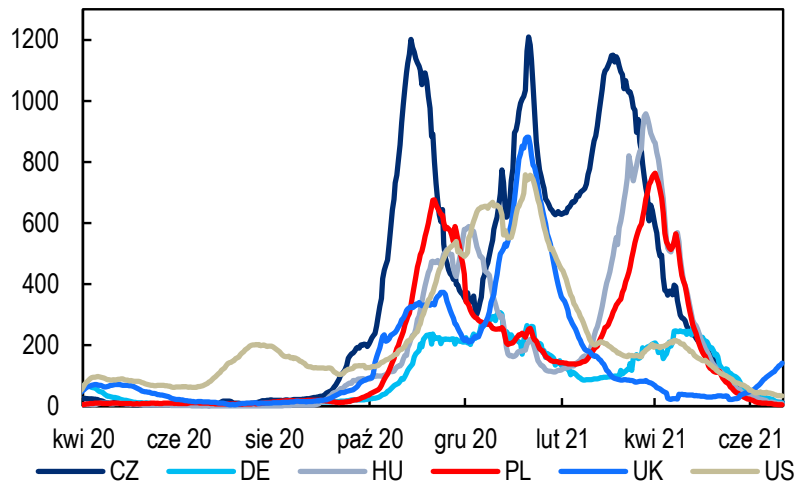
The logo for Citi Handlowy, featuring the word "citi" in white lowercase letters with a red arc above the "i", followed by "handlowy" in white lowercase letters, and a registered trademark symbol (®) to the right.

Podsumowanie

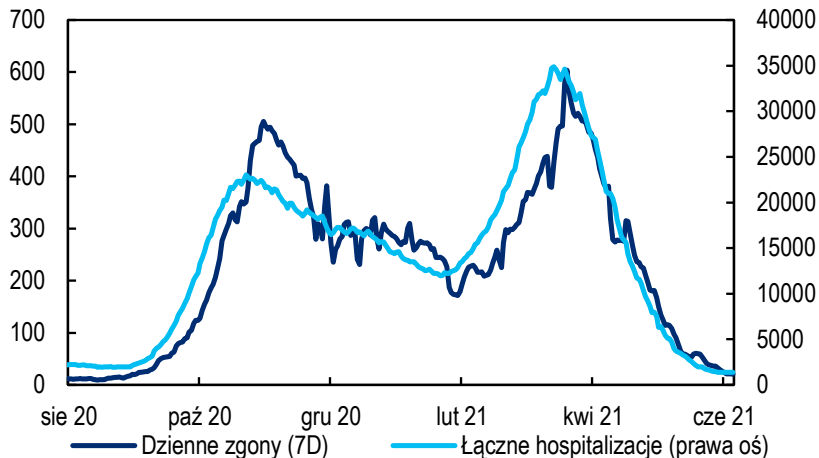
- Większość danych ekonomicznych publikowanych w czerwcu została mocno zaburzona przez efekty statystyczne. Bieżące dynamiki są odnoszone do okresu pierwszej fali pandemii, a dzięki temu bardzo łatwo o dwucyfrowe wzrosty produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej, eksportu i wynagrodzeń.
- Za dobrymi danymi stoją jednak nie tylko efekty bazy. Oczyszczając dane ze „statystycznego szumu” okazuje się, że gospodarka weszła już w fazę silnego ożywienia. Mieszanka odłożonego popytu konsumpcyjnego oraz prób odbudowania mocy produkcyjnych przez przedsiębiorstwa zapowiada ponad dziesięcioprocentowy wzrost PKB w II kwartale.
- Biorąc pod uwagę ostatnie dane oraz stymulację fiskalną w ramach programu Polski Ład, spodziewamy się, że wzrost wyniesie około 5,3% w 2021 roku, a w przyszłym roku sięgnie około 5,7%.
- Unijny instrument odbudowy (RRF) pomoże w finansowaniu ożywienia inwestycyjnego, jednak jego wpływ na ogólne tempo wzrostu PKB będzie umiarkowany. Szacujemy, że w 2022 i 2023 roku doda on około 0,4 pp do dynamiki wzrostu, a po 2024 wpływ tego instrumentu na dynamikę PKB stanie się ujemny.
- Inflacja wzrosła do 4,7% i w krótkim horyzoncie zapewne będzie oscylowała w pobliżu tego poziomu. W przyszłym roku wskaźnik CPI najprawdopodobniej spadnie ze względu na wysoką bazę odniesienia, lecz nawet pomimo tego spadku pozostanie na wysokim poziomie. Oczekujemy, że w 2022 roku inflacja pozostanie powyżej celu RPP, o ile złoty nie umocni się bardziej niż przewidujemy.
- Rada Polityki Pieniężnej z czasem będzie dostosowywać retorykę do inflacyjnych realiów. Niemniej naszym zdaniem ten proces będzie powolny, a pierwszych podwyżek spodziewamy się dopiero w pierwszej połowie 2022 r.

COVID-19

Nowe przypadki na 1 mln mieszkańców (7DMA)



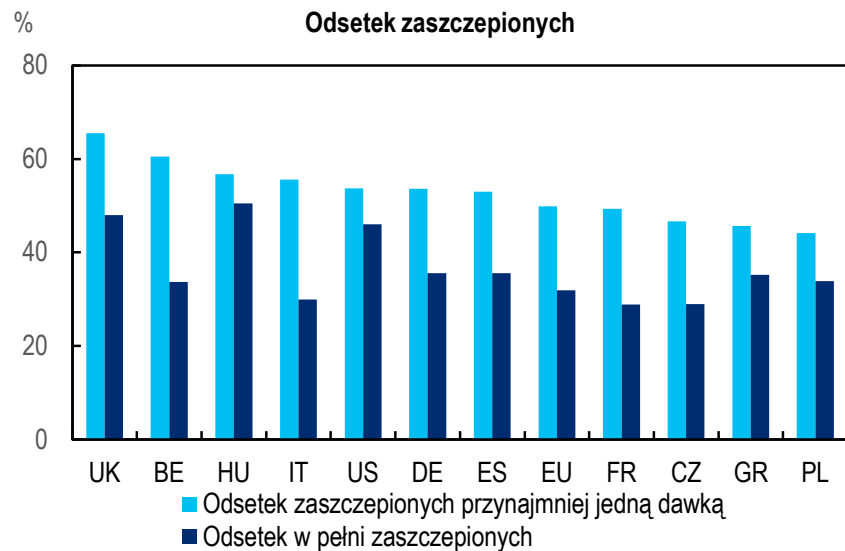
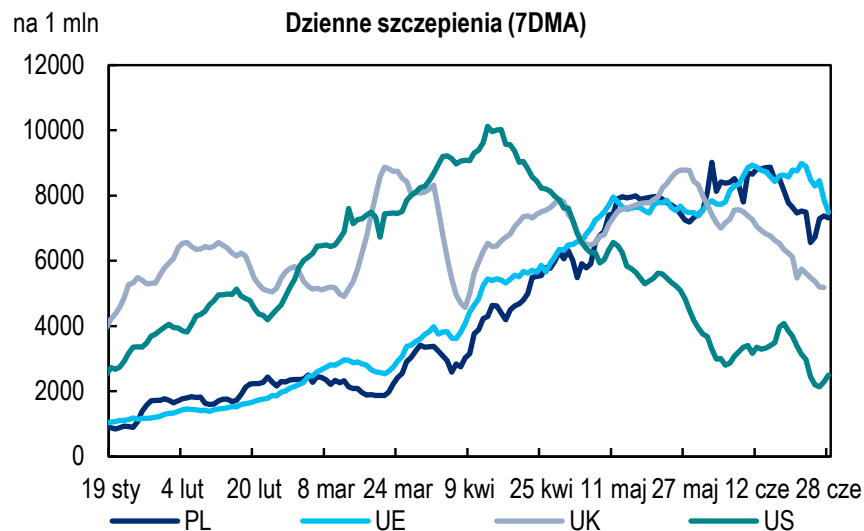
Hospitalizacje i zgony



Koniec trzeciej fali

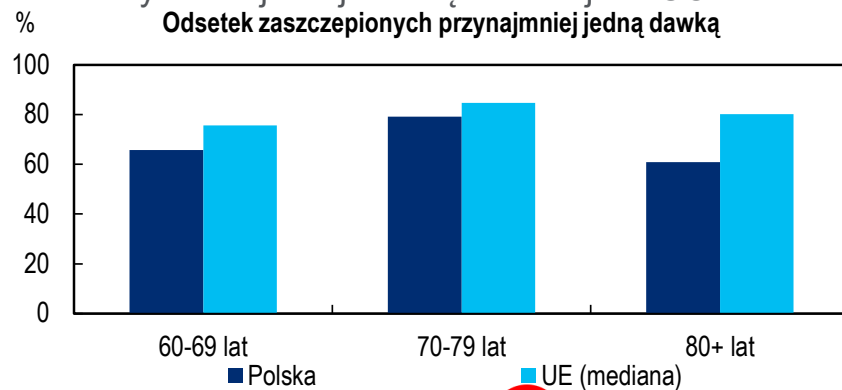
- Liczba dziennych zakażeń oraz zgonów z tytułu COVID spadła do wartości z początków pandemii, sygnalizując koniec trzeciej fali i otwierając drogę do kolejnego luzowania obostrzeń. Podobny trend spadkowy potwierdzają dane z USA oraz UE, jednakże poszczególne kraje zachowują w polityce obostrzeń ostrożność spowodowaną pojawieniem się w Europie nowego wariantu Delta, po raz pierwszy zidentyfikowanego w Indiach.
- Duży wzrost nowych infekcji wariantem Delta zanotowała w ostatnich tygodniach Wielka Brytania. Nowy wariant pojawił się także w Polsce, gdzie łącznie zanotowano dopiero niespełna 100 przypadków (dane z 23.06.). Niemniej według wirusologów, jego wysoka zakaźność sprawia, że może on stać się przyczyną kolejnej fali epidemii.
- Z końcem czerwca restrykcje w Polsce zostały po raz kolejny poluzowane. Od soboty 26.06 zwiększona została dopuszczalna liczba gości hotelowych oraz limity obłożenia w restauracjach, kinach, teatrach i wesołych miasteczkach (do 75%). Poza tym zwiększono limit uczestników targów i konferencji (1 os. na 10 m kw.), a także dopuszczalne obłożenie widowni na obiektach sportowych (do 50%).

Program szczepień

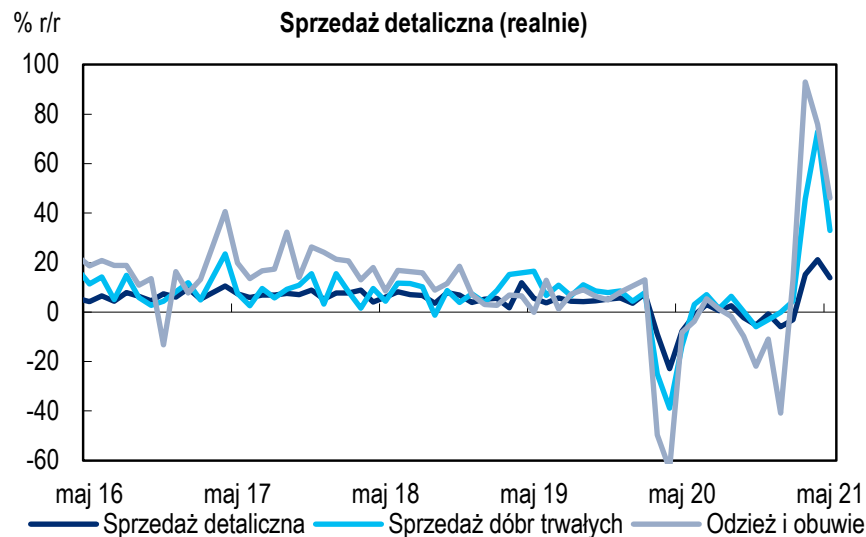
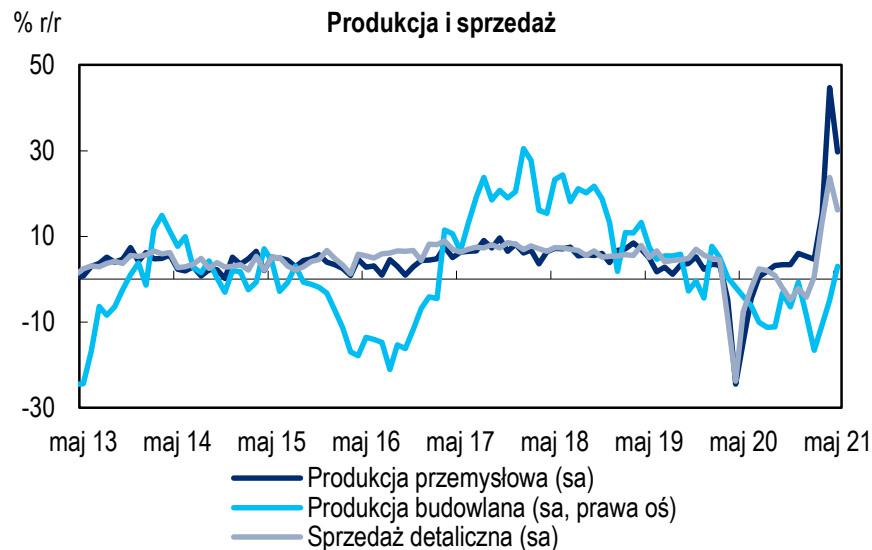


Szczepienia w górę, ale bardzo powoli

- W ostatnich tygodniach liczba wykonanych szczepień w ujęciu dziennym zaczęła spadać (por. wykres obok).
- Do dziś zostało zaszczepionych co najmniej jedną dawką ponad 16,7 mln osób, co stanowi ok. 44% populacji (średnia UE: ok. 50%). Do zapewnienia odporności zbiorowej konieczne jest osiągnięcie poziomu ok. 80%.
- W pełni zaszczepionych jest ok. 12,7 mln osób, co stanowi ok. 34% populacji (dane z 28.06). Jest to wynik wyższy od średniej UE (32%), a także wyższy od niektórych krajów Europy zachodniej (np. Francja ok. 29%).
- Spodziewamy się, że okres letni, a wraz z nim wysokie temperatury powinny podtrzymać relatywnie niski poziom potwierdzonych zakażeń. Jeżeli jednak liczba wykonanych szczepień nie wróci do trendu rosnącego sprzed czerwca, realnym zagrożeniem dla gospodarki może być nadejście jesienią czwartej fali COVID.



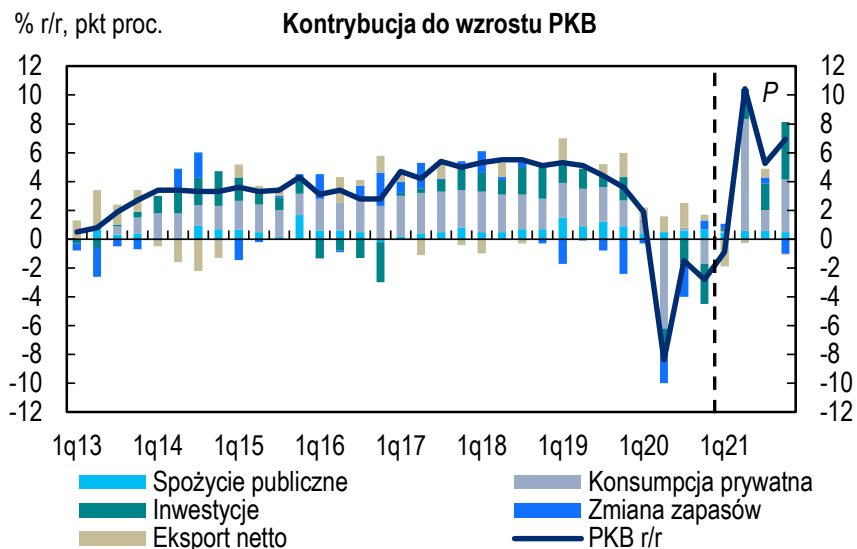
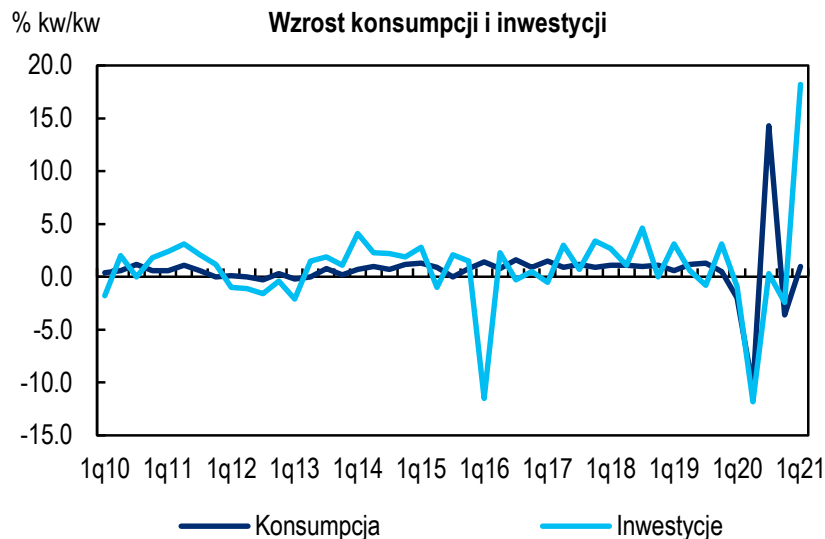
Produkcja i sprzedaż ostro w górę



Odłożony popyt napędza wzrost

- Dwucyfrowe wzrosty produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w maju (por. wykres) wyglądają imponująco, ale jest to w znacznym stopniu zasługa bardzo niskiej bazy statystycznej. Najnowsze dane są bowiem porównywane z okresem lockdownu w II kw. 2020 roku, kiedy aktywność była wyjątkowo słaba.
- Niemniej wskaźniki w ujęciu miesiąc-do-miesiąca, które są wolne od tego typu zaburzeń, również wskazują na silne ożywienie postępujące wraz ze znoszeniem antypandemicznych restrykcji. W szczególności widać to w przypadku 12,2% m/m wzrostu sprzedaży detalicznej, odzwierciedlającego między innymi ponowne otwarcie galerii handlowych.
- W naszej ocenie skala ożywienia popytu może być nawet silniejsza niż sugerują dane o sprzedaży detalicznej. Odłożony popyt materializuje się głównie w usługach, które przez ostatnie kwartały były objęte restrykcjami i które nie wchodziły do statystyk sprzedaży detalicznej towarów. Poprawa wskaźników koniunktury w firmach z grupy „zakwaterowanie, gastronomia” wydaje się potwierdzać nasze przypuszczenia.
- Naszym zdaniem wpływ materializacji odłożonego popytu w 2021 roku może sięgnąć około 2% PKB – na to wskazują między innymi zmiany aktywów finansowych gospodarstw domowych oraz zmiany stopy oszczędności w trakcie 2020 r.

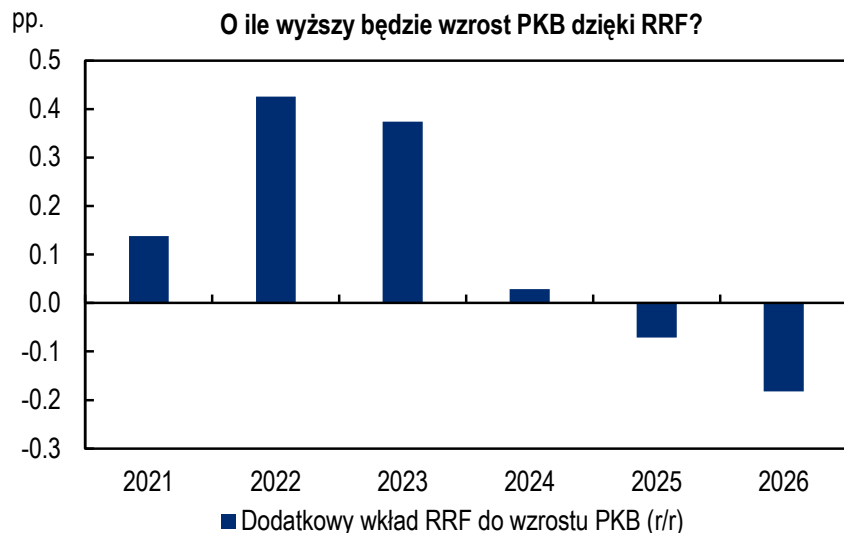
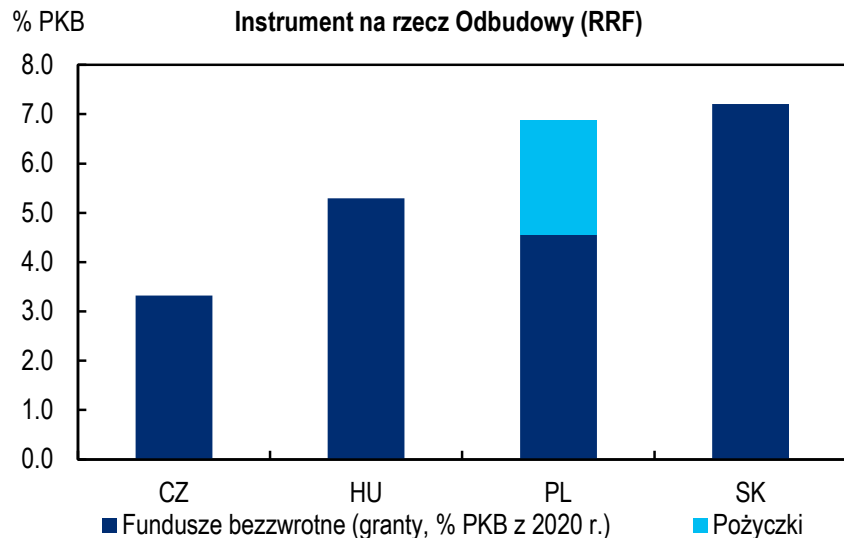
Podwójna piątka



Dynamiczny wzrost w 2021 i 2022 roku

- Oprócz boomu konsumpcyjnego, wzrost gospodarczy jest napędzany również przez silne odbicie inwestycji, które w tym cyklu zaczęło się wcześniej niż zakładaliśmy.
- Nakłady na środki trwałe zwiększyły się w I kw. o rekordowe 18% kw/kw, a dynamiczne wzrosty dotyczyły przede wszystkim inwestycji w maszyny i środki transportu. Dane sugerują, że po kilku kwartałach wstrzymywania inwestycji firmy starają się nadgonić zaległości i odbudować moce produkcyjne.
- W czerwcu zaktualizowaliśmy naszą prognozę PKB i obecnie spodziewamy się, że polska gospodarka będzie rosła w tempie przekraczającym 5% przez dwa kolejne lata (5,3% w 2021 oraz 5,7% w 2022). Oznacza to również szybsze domykanie luki popytowej, a przez to również zwiększenie presji cenowej.
- Naszym zdaniem istotnym źródłem niepewności jest to, jaki wkład do PKB będzie miał handel zagraniczny. W ostatnich kwartałach silny wzrost eksportu był jednym z czynników napędzających PKB, w miarę jak polskie firmy korzystały z przesunięcia popytu europejskich konsumentów od usług w kierunku towarów. Wraz z otwieraniem gospodarki efekt ten może słabnąć. Jednocześnie silny krajowy popyt konsumpcyjny może sprzyjać zwiększeniu importu.

Fundusze UE

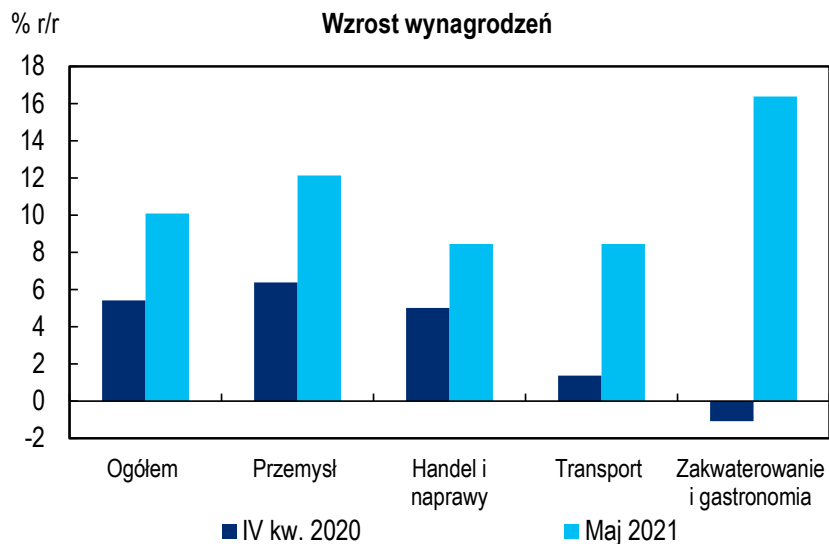
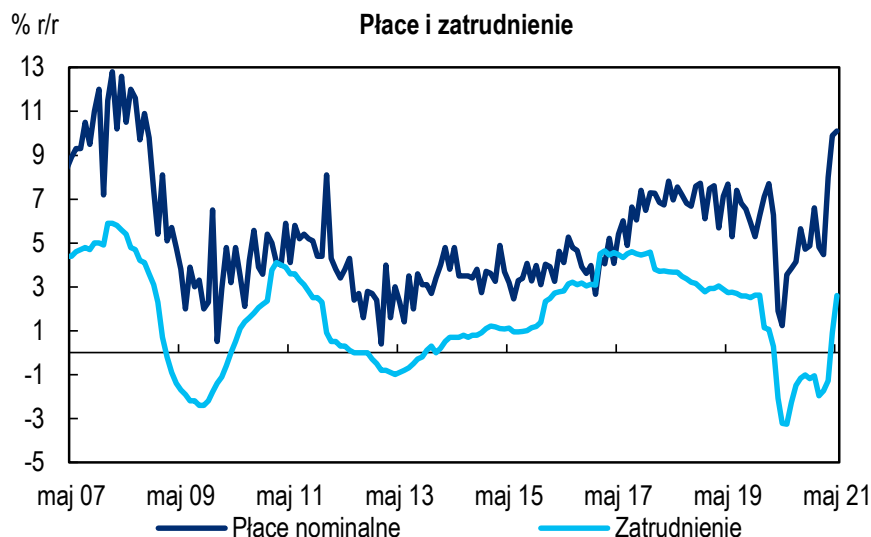


Jak silny będzie impuls ze strony funduszy UE?

- Począwszy od 2022 roku można spodziewać się napływu unijnych środków pochodzących z Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (RRF). Instrument ten ma na celu ułatwienie popandemicznego ożywienia i zwiększenie konkurencyjności gospodarek UE.
- Nadzieje pokładane w RRF jako siłę napędową polskiej gospodarki są bardzo wyśrubowane – naszym zdaniem najprawdopodobniej zbyt wyśrubowane.
- Według naszych szacunków w 2022 roku RRF zwiększy wzrost PKB w Polsce o około 0,4 pp. Jest to zmiana zauważalna, ale nie rewolucyjna, szczególnie dla gospodarki, która i tak już będzie rosła w tempie około 5%.
- Mniejszy niż wcześniej zakładano wpływ na PKB będzie związany z kilkoma czynnikami. Po pierwsze, RRF nadejdzie zbyt późno. Dzięki silniejszemu ożywieniu w 2021 roku, polska gospodarka będzie w przyszłym roku już działała na wysokich obrotach, co automatycznie będzie zmniejszać pro-wzrostowy efekt wydatków (w okresie boomu mnożniki związane z wydatkami RRF będą mniejsze od jedności i będą spadać w horyzoncie prognozy). Po drugie, Krajowy Plan Odbudowy zakłada znaczne rozciągnięcie w czasie wydatków, co automatycznie oznacza, że w 2022 zostanie wydane mniej niż wcześniej zakładaliśmy.

Źródło: Komisja Europejska, szacunki Citi Handlowy. Uwaga: Przy szacunkach wpływu RRF przyjęliśmy, że mnożniki obniżają się stopniowo z 0,9 do 0,4 oraz 15% całego RRF zostanie wykorzystane na projekty, które i tak byłyby zrealizowane z innych źródeł.

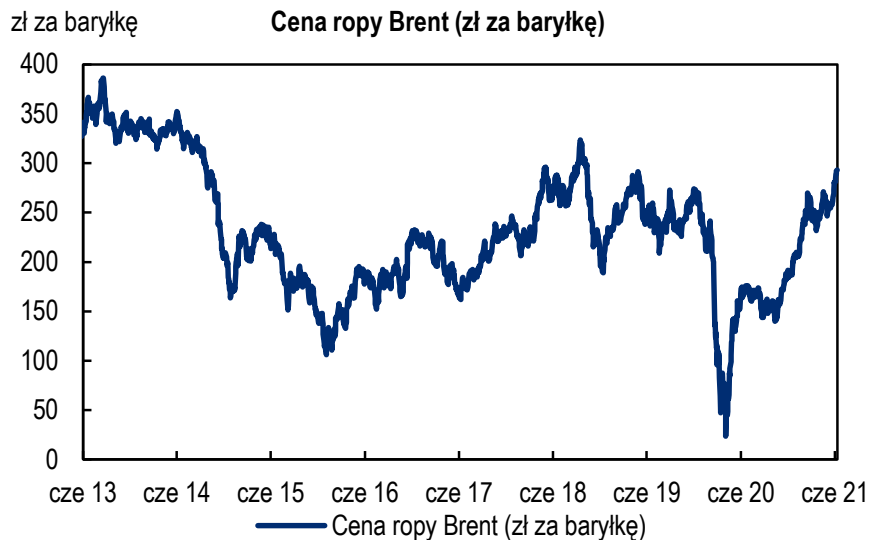
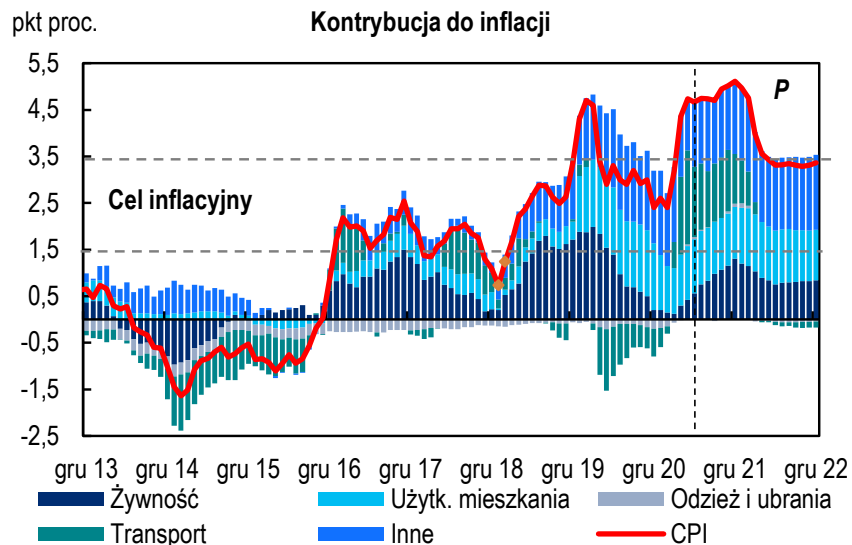
Rynek pracy



Silne wzrosty wynagrodzeń

- W maju GUS odnotował zarówno wysoki wzrost zatrudnienia, jak i wynagrodzeń. Zmiana ta jest jednak odzwierciedleniem efektu niskiej bazy sprzed roku, spowodowanej wybuchem pandemii.
- Zatrudnienie zwiększyło się w maju o 2,7% r/r, notując wzrost o 21,6 tys. osób w stosunku do kwietnia. Ta zmiana jest między innymi reakcją na luzowanie restrykcji i powrót pracowników sektora zakwaterowania i gastronomii (+2 tys.) oraz osób pracujących w handlu (+5 tys.). Na skutek otwarcia gospodarki i skoku popytu krajowego oraz zagranicznego wzrosła również liczba pracowników w przemyśle (+6 tys.).
- Przeciętne wynagrodzenie w maju zwiększyło się o 10,1% r/r. Wzrost płac był szczególnie widoczny w sektorach, które wcześniej zostały mocno dotknięte przez restrykcje (zakwaterowanie i gastronomia), a także w przemyśle (por. wykres obok).
- Stopa bezrobocia spadła w stosunku do kwietnia, osiągając 6,1%, najniższy poziom od listopada ub.r. Pracodawcy zgłosili w maju aż 115 tys. ofert pracy. Zmiany te mogą zapowiadać możliwe „zacieśnienie” sytuacji na rynku pracy i wyższą presję płacową w najbliższym okresie.

Inflacja



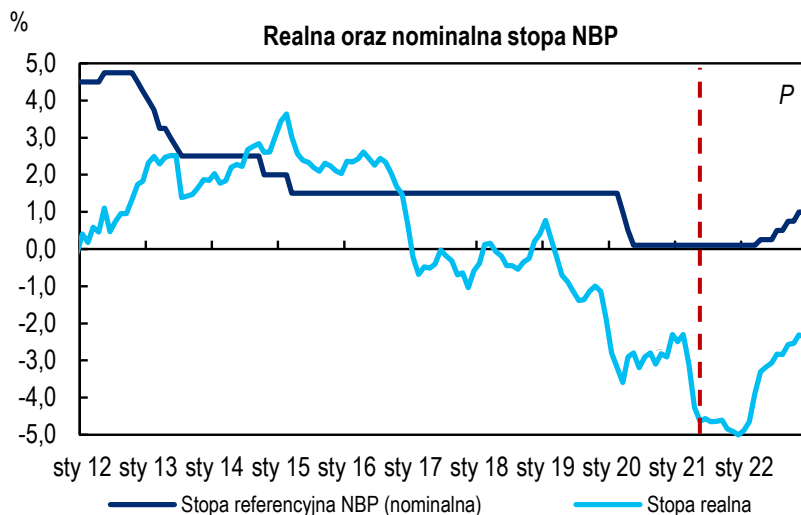
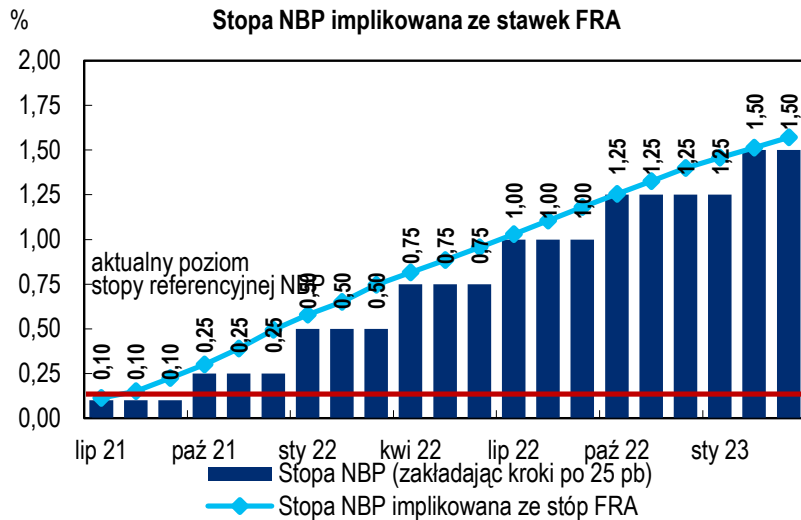
Ceny rosną o prawie 5%

- Majowa inflacja wzrosła do 4,7% r/r, najwyższego poziomu od listopada 2011 roku. Silne wzrosty wskaźnika CPI w ostatnich miesiącach to w dużym stopniu odzwierciedlenie wzrostu cen paliw oraz efektów niskiej bazy z minionego roku.
- Niemniej wzrosty (do 4%) odnotowano również w przypadku inflacji bazowej, która eliminuje wpływ czynników najbardziej zmiennych lub pozostających poza wpływem polityki pieniężnej (żywność, energia).

Spadek CPI w przyszłym roku

- W najbliższych miesiącach inflacja zapewne będzie oscylować powyżej 4,5%, a pod koniec roku może nawet przejściowo przekroczyć 5%. W przyszłym roku inflacja powinna spaść pod wpływem efektu bazy, związanego z jednorazowym charakterem niektórych podwyżek w okresie otwierania gospodarki po pandemii.
- Mimo spadku inflacja zapewne pozostanie na poziomie powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Utrzymaniu CPI na wysokim poziomie sprzyjać będą rosnące ceny surowców, niskie bezrobocie i silny wzrost popytu.
- Czynnikiem, który mógłby w miarę szybko ograniczyć presję inflacyjną byłoby umocnienie złotego, o ile pozwoliłoby na to bank centralny.

Polityka pieniężna

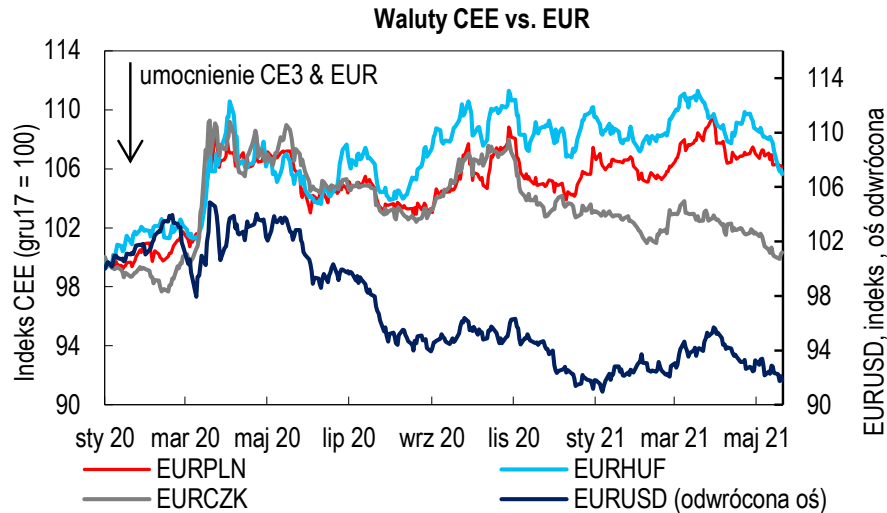


Źródło: PAP, NBP, Citi Handlowy. Uwaga: W przypadku powołania do NSA kadencja R. Suroy wygaśnie wcześniej niż przewiduje kalendarz.

Rosną nadzieje na podwyżki

- W czerwcu cykl podwyżek stóp procentowych rozpoczęły banki centralne Węgier oraz Czech. Wśród inwestorów zagranicznych, z którymi ostatnio rozmawialiśmy, panuje przekonanie, że w takiej sytuacji (i przy wysokiej inflacji) również polska Rada Polityki Pieniężnej wkrótce zdecyduje się na zacieśnienie polityki pieniężnej.
- W lipcu NBP opublikuje najnowszą projekcję makroekonomiczną, która mogłaby być dobrą okazją do zmiany nastawienia oraz komunikacji RPP. Z tego powodu ton komentarza oraz wypowiedzi prezesa NBP po lipcowym posiedzeniu będą miały szczególne znaczenie dla rynków finansowych.
- Biorąc pod uwagę dotychczasowe wypowiedzi przedstawicieli NBP wydaje się nam, że ewentualne zmiany w komunikacji będą postępować powoli. Tym bardziej, że niepewność dotycząca czwartej fali COVID oraz ryzyko umocnienia złotego mogą powstrzymać RPP przed zacieśnieniem polityki monetarnej.
- Nasz scenariusz na najbliższe miesiące zakłada, że: 1) zmiany w komunikacji po lipcu 2021 r. będą dokonywanymi małymi krokami; 2) pierwsze poważniejsze dyskusje na temat podwyżek mają szansę odbyć się na listopadowym posiedzeniu RPP; 3) pierwsze podwyżki zapewne dopiero od marca-kwietnia 2022 r.

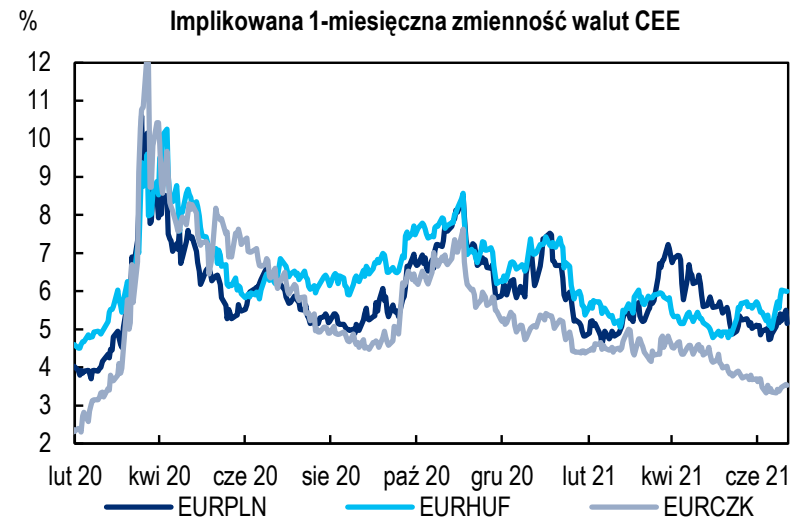
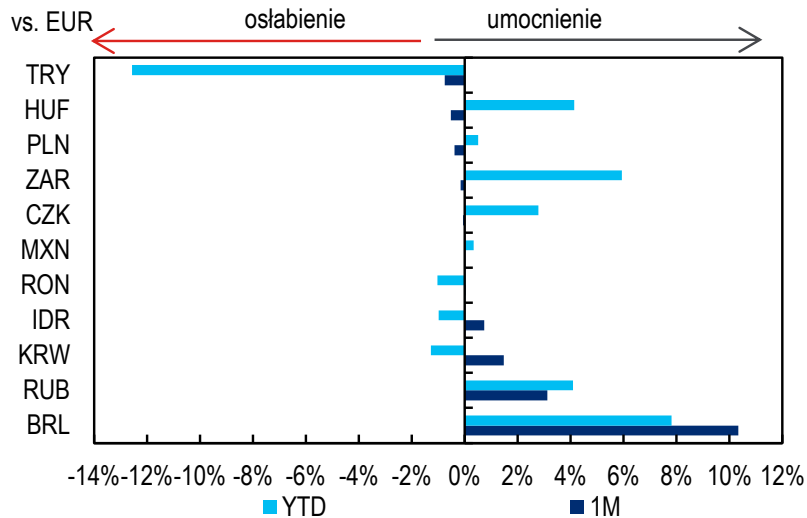
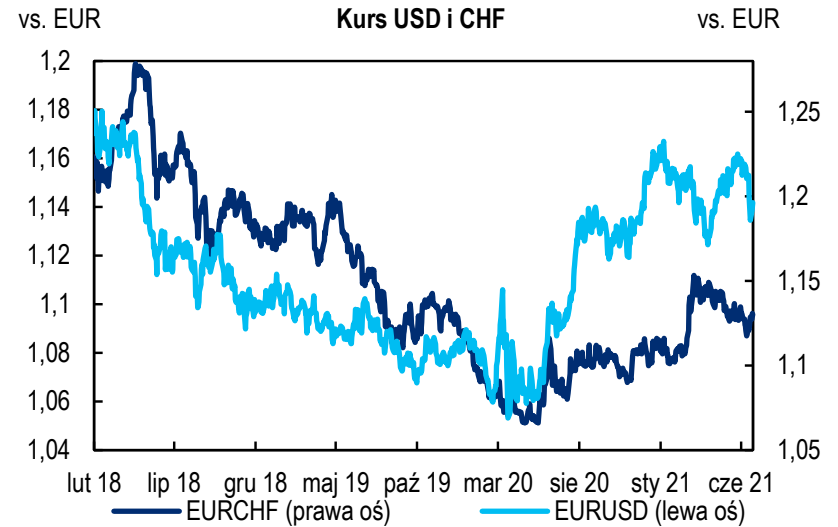
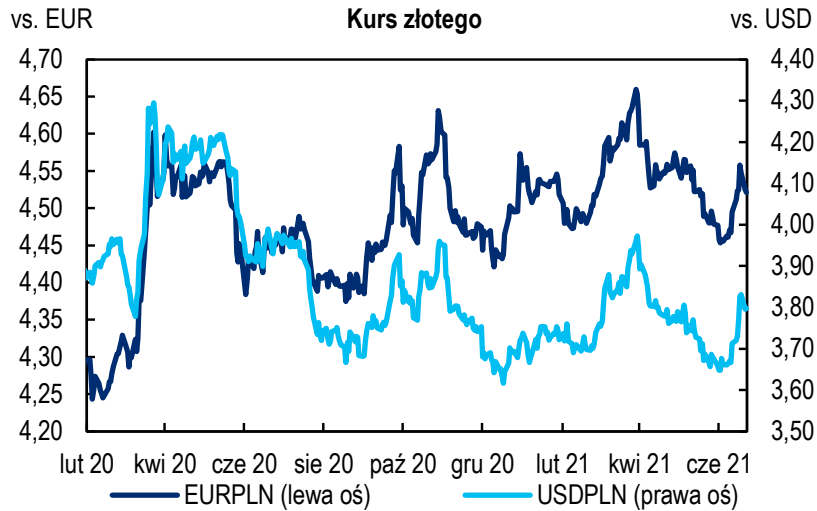
Rynek walutowy



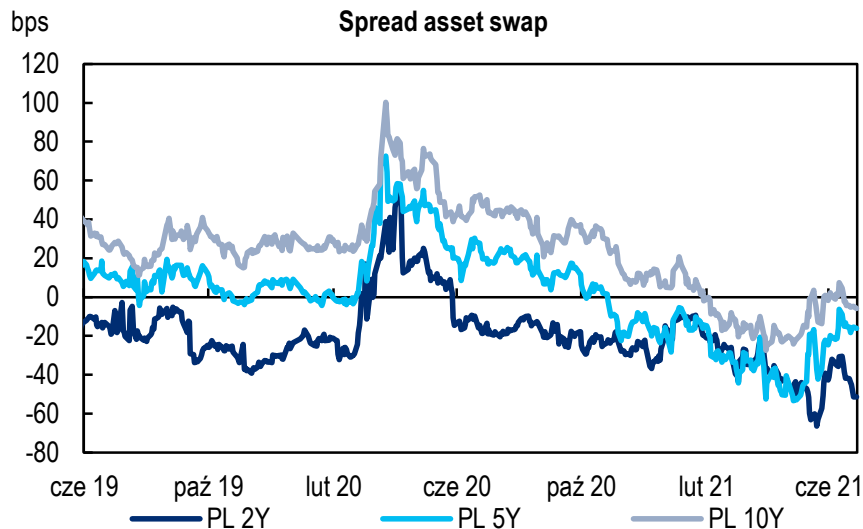
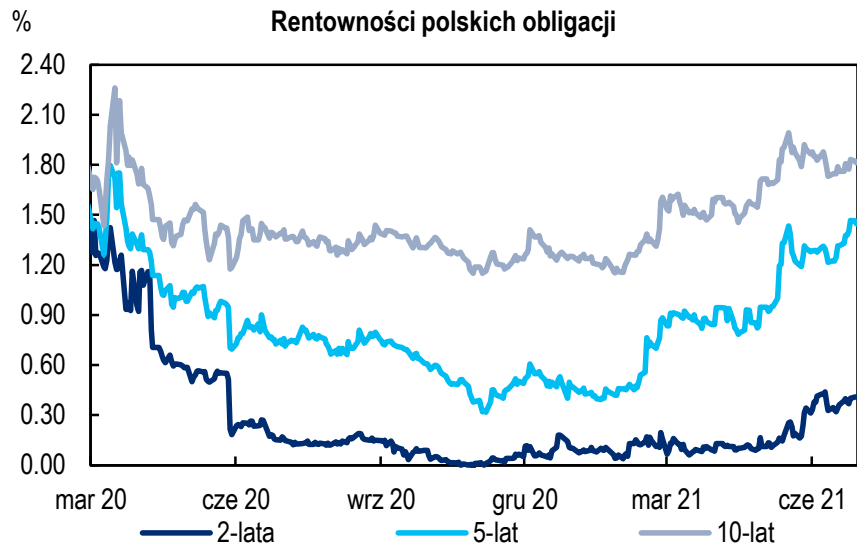
Złoty pod wpływem dolara i stóp

- W ostatnim miesiącu doszło do niewielkiego osłabienia złotego, co szło w parze z umocnieniem dolara na międzynarodowych rynkach oraz utrzymaniem gołębiej retoryki ze strony RPP. Umocnieniu złotego w połowie czerwca sprzyjała aprecjacja forinta za sprawą podwyżki stóp procentowych oraz podwyżka stóp w Czechach, które mogły korzystnie wpłynąć na koszyk walut regionu.
- Sądzimy, że bardzo dobre dane o aktywności z polskiej gospodarki, jak również utrzymująca się wysoka nadwyżka w obrotach bieżących będą wspierać kurs PLN w kolejnych miesiącach.
- Choć dobre dane i podwyższona inflacja oddziałują w kierunku wyższych stawek FRA to różnica dwuletnich stóp swap wobec euro pozostaje najniższa w regionie. Znacznie łagodniejsza polityka pieniężna niż w Czechach i na Węgrzech pozostaje jednym z ograniczeń dla umocnienia złotego, szczególnie wobec oczekiwań kontynuacji podwyżek stóp na Węgrzech i w Czechach, przy wciąż odległym momencie pierwszej podwyżki w Polsce.
- Jednym z czynników ograniczających umocnienie PLN będzie także oczekiwane dalsze umocnienie dolara wobec euro w kolejnych miesiącach do czego miałyby się przyczynić wzrost rentowności amerykańskich obligacji.

Rynek walutowy



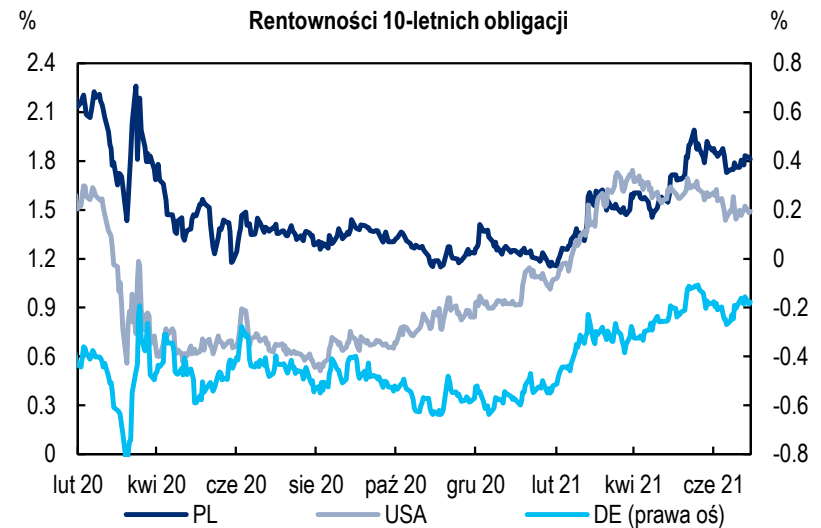
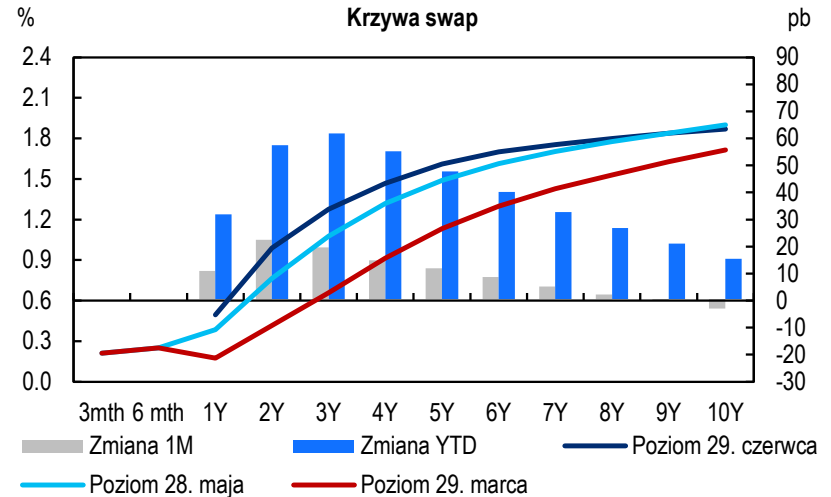
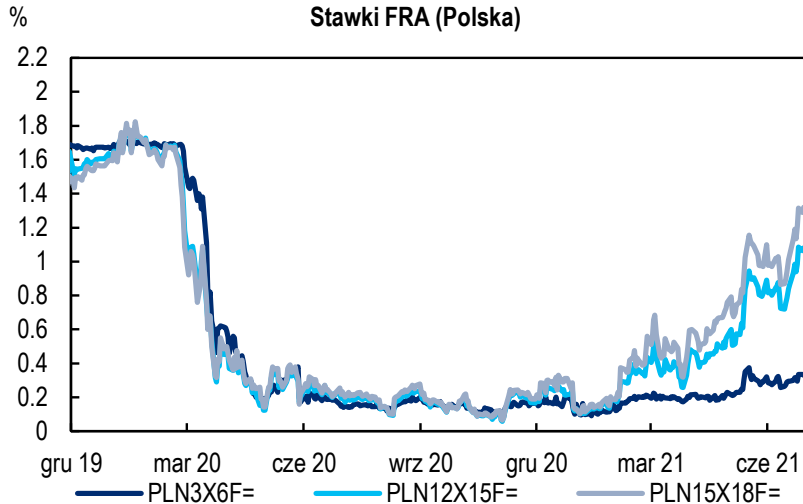
Rynek stopy procentowej



Wyplaszczenie krzywej rentowności

- W minionym miesiącu doszło do dalszego wyplaszczenia krzywej swap oraz krzywej rentowności obligacji przy wzroście stóp krótkoterminowych i spadku długoterminowych. Do wzrostu stóp na krótszym końcu krzywej przyczyniły się mocne dane makroekonomiczne oraz wysoka inflacja, które prowadziły do narastania oczekiwań na podwyżki stóp. W kierunku niższych rentowności długoterminowych mógł oddziaływać spadek rentowności amerykańskich Treasuries.
- Wzrost rentowności obligacji dwuletnich był mniejszy niż w przypadku stawek swap ze względu na spadek spreadów asset swap. Jednocześnie spadek rentowności 10-letnich był głębszy niż dla IRS.
- W związku z tym, że spodziewamy się, że inflacja może przekroczyć 5%, a presja na podwyżki stóp może wzrosnąć, prawdopodobny jest dalszy wzrost stóp krótkoterminowych. Jednocześnie odkładanie decyzji o podwyżce stóp przez RPP oraz oczekiwane wzrosty rentowności na bazowych rynkach długu (do 2% w USA) mogą sprzyjać ponownemu wystromieniu krzywej. Z czasem w kierunku wyższych rentowności może działać także wychodzenie z programu skupu aktywów przez NBP.
- Ministerstwo Finansów sfinansowało według naszych szacunków ok. 82-85% potrzeb pożyczkowych. Niższe emisje długu mogą spowalniać wzrost rentowności.

Rynek stopy procentowej



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

| | 2020 | | | | | | 2021 | | | | | | |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | V | VI | VII | VIII | IX | X | XI | XII | I | II | III | IV | V |
| Strefa realna | | | | | | | | | | | | | |
| Produkcja przemysłowa (% r/r) | -16,9 | 0,5 | 1,1 | 1,5 | 5,7 | 1,0 | 5,4 | 11,1 | 0,7 | 2,7 | 18,6 | 44,5 | 29,8 |
| Produkcja przemysłowa (% m/m) | 10,3 | 13,9 | 3,4 | -5,7 | 15,3 | 3,1 | -1,6 | -4,5 | -5,4 | 4,3 | 18,2 | -9,2 | -0,8 |
| Przetwórstwo przemysłowe (% r/r) | -18,4 | 0,9 | 1,1 | 2,1 | 7,1 | 1,6 | 7,2 | 12,7 | 0,5 | 2,7 | 20,6 | 50,6 | 32,4 |
| Prod. budowlano-montażowa (% r/r) | -5,1 | -2,3 | -11,0 | -12,0 | -9,8 | -5,8 | -4,9 | 3,4 | -10,1 | -16,9 | -10,8 | -4,2 | 4,7 |
| Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie) | -7,7 | -1,3 | 3,0 | 0,5 | 2,5 | -2,3 | -5,3 | -0,8 | -6,0 | -3,1 | 15,2 | 21,1 | 13,9 |
| Stopa bezrobocia (%) | 6,0 | 6,1 | 6,1 | 6,1 | 6,1 | 6,1 | 6,1 | 6,2 | 6,5 | 6,5 | 6,4 | 6,3 | 6,1 |
| Zatrudnienie - przeds. (% r/r) | -3,2 | -3,3 | -2,3 | -1,5 | -1,2 | -1,0 | -1,2 | -1,0 | -2,0 | -1,7 | -1,3 | 0,9 | 2,7 |
| Ceny | | | | | | | | | | | | | |
| Inflacja (% r/r) | 2,9 | 3,3 | 3,0 | 2,9 | 3,2 | 3,1 | 3,0 | 2,4 | 2,6 | 2,4 | 3,2 | 4,3 | 4,7 |
| Inflacja (% m/m) | -0,2 | 0,6 | -0,2 | -0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 1,3 | 0,5 | 1,0 | 0,8 | 0,3 |
| Wskaźnik cen producentów (% r/r) | -1,7 | -0,8 | -0,6 | -1,3 | -1,4 | -0,4 | -0,2 | 0,1 | 1,0 | 2,2 | 4,2 | 5,5 | 6,5 |
| Wskaźnik cen producentów (% m/m) | -0,2 | 0,4 | 0,3 | -0,4 | 0,3 | 0,5 | 0,0 | 0,3 | 1,0 | 1,0 | 1,6 | 0,7 | 0,8 |
| Place - sektor przedsiębior. (% r/r) | 1,2 | 3,6 | 3,8 | 4,1 | 5,6 | 4,7 | 4,9 | 6,6 | 4,8 | 4,5 | 8,0 | 9,9 | 10,1 |
| Przepływy zagraniczne | | | | | | | | | | | | | |
| Saldo obrotów bieżących (mln EUR) | 1.556 | 3.333 | 650 | 1.273 | 1.330 | 2.307 | 1.956 | 477 | 3.341 | 1.585 | 938 | 1.740 | - |
| Saldo obrotów bieżących (%PKB) | 1,6 | 2,2 | 2,4 | 2,8 | 2,9 | 3,3 | 3,5 | 3,5 | 3,7 | 3,7 | 3,7 | 3,8 | - |
| Saldo obr. towarowych (mln EUR) | 1366 | 2291 | 766 | 817 | 1525 | 1873 | 2103 | 511 | 979 | 771 | 589 | 1289 | - |
| Eksport f.o.b. (mln EUR) | 15970 | 19106 | 19654 | 18018 | 21515 | 22952 | 23071 | 19788 | 19545 | 21258 | 24427 | 23386 | - |
| Eksport (% r/r) | -19,2 | 4,3 | 2,2 | 2,4 | 6,6 | 3,7 | 10,0 | 14,6 | -0,9 | 5,9 | 27,7 | 69,2 | - |
| Import f.o.b. (mln EUR) | 14604 | 16815 | 18888 | 17201 | 19990 | 21079 | 20968 | 19277 | 18566 | 20487 | 23838 | 22097 | - |
| Import (% r/r) | -27,3 | -7,4 | -3,6 | -4,0 | 2,1 | -4,2 | 4,1 | 12,4 | -4,0 | 6,2 | 24,6 | 59,8 | - |

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

| | 2020 | | | | | | 2021 | | | | | | |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| | IV | V | VI | VII | VIII | IX | X | XI | XII | I | II | III | IV |
| Strefa monetarna | | | | | | | | | | | | | |
| Podaż pieniądza M3 (% r/r) | 16,0 | 18,1 | 16,8 | 16,2 | 17,0 | 17,0 | 16,1 | 16,4 | 16,8 | 16,3 | 14,4 | 11,2 | 9,0 |
| Depozyty gospod. domowych (% r/r) | 11,2 | 12,1 | 11,6 | 10,4 | 10,4 | 10,5 | 9,5 | 10,9 | 10,8 | 10,8 | 10,1 | 9,4 | 6,9 |
| Depozyty przedsiębiorstw (% r/r) | 24,6 | 30,1 | 27,5 | 28,0 | 29,6 | 26,5 | 25,0 | 19,0 | 20,1 | 21,2 | 20,4 | 15,2 | 10,6 |
| Kredyty dla gosp. domowych (% r/r) | 4,8 | 4,4 | 3,4 | 2,6 | 2,7 | 3,6 | 2,6 | 2,9 | 2,1 | 1,4 | 1,1 | 1,4 | 2,4 |
| Kredyty przedsiębiorstw (% r/r) | 1,9 | 0,0 | -2,4 | -3,7 | -3,9 | -3,2 | -4,5 | -4,9 | -5,0 | -5,2 | -8,4 | -7,5 | -5,2 |
| Rynki finansowe | | | | | | | | | | | | | |
| Stopa referencyjna (koniec mies.) | 0,50 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| WIBOR 3M (średnio) | 0,48 | 0,27 | 0,25 | 0,23 | 0,23 | 0,22 | 0,22 | 0,22 | 0,21 | 0,21 | 0,21 | 0,21 | 0,21 |
| WIBOR 3M (koniec okresu) | 0,28 | 0,26 | 0,23 | 0,23 | 0,22 | 0,22 | 0,22 | 0,21 | 0,21 | 0,21 | 0,21 | 0,21 | 0,21 |
| Bony 52 tyg. (koniec mies.) | 0,14 | 0,03 | 0,11 | 0,15 | 0,09 | 0,10 | 0,04 | 0,05 | 0,01 | -0,01 | 0,04 | -0,01 | 0,09 |
| Obligacje 2-letnie (koniec mies.) | 0,18 | 0,17 | 0,12 | 0,15 | 0,09 | 0,01 | 0,05 | 0,10 | 0,06 | 0,16 | 0,09 | 0,11 | 0,31 |
| Obligacje 5-letnie (koniec mies.) | 0,70 | 0,73 | 0,67 | 0,76 | 0,61 | 0,38 | 0,49 | 0,47 | 0,46 | 0,88 | 0,84 | 0,95 | 1,28 |
| EUR/PLN (koniec okresu) | 4,45 | 4,47 | 4,41 | 4,40 | 4,53 | 4,62 | 4,48 | 4,61 | 4,54 | 4,52 | 4,66 | 4,57 | 4,48 |
| USD/PLN (koniec okresu) | 4,00 | 3,98 | 3,72 | 3,69 | 3,87 | 3,96 | 3,74 | 3,76 | 3,75 | 3,72 | 3,97 | 3,77 | 3,67 |
| EUR/USD (koniec okresu) | 1,11 | 1,12 | 1,19 | 1,19 | 1,17 | 1,17 | 1,20 | 1,23 | 1,21 | 1,21 | 1,17 | 1,21 | 1,22 |
| Wskaźniki fiskalne | | | | | | | | | | | | | |
| Def. budżetowy skum. (mld PLN) | 25,9 | 17,1 | 16,3 | 13,3 | 13,8 | 12,1 | 13,2 | 85,0 | -6,6 | -0,9 | 3,4 | -9,2 | -9,4 |
| Def. budżetowy skum. (% planu)* | 23,7% | 15,7% | 14,9% | 12,2% | 12,6% | 11,0% | 12,1% | 77,7% | -6,1% | -0,8% | 3,1% | -8,4% | -8,6% |

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 | 597 | 668 | 717 |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1.800 | 1.861 | 1.989 | 2.122 | 2.288 | 2.317 | 2.506 | 2.734 |
| PKB per capita (USD) | 12.421 | 12.288 | 13.734 | 15.313 | 15.503 | 15.537 | 17.455 | 18.768 |
| 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 | 5,7 | 5,1 |
| Aktywność ekonomiczna | | | | | | | | |
| Realny wzrost PKB (% r/r) | 3,8 | 3,1 | 4,9 | 5,4 | 4,7 | -2,7 | 5,3 | 5,7 |
| Inwestycje (% r/r) | 6,1 | -8,2 | 4,0 | 9,4 | 6,1 | -9,6 | 9,9 | 7,4 |
| Spożycie ogółem (% r/r) | 2,8 | 3,5 | 4,1 | 4,3 | 4,5 | -1,3 | 4,6 | 5,4 |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r) | 3,0 | 3,9 | 4,5 | 4,3 | 4,0 | -3,0 | 5,5 | 6,1 |
| Eksport (% r/r) | 7,7 | 8,8 | 9,5 | 6,9 | 5,2 | -0,2 | 15,0 | 10,7 |
| Import (% r/r) | 6,6 | 7,6 | 9,8 | 7,4 | 3,0 | -1,9 | 16,5 | 11,3 |
| Ceny, pieniądz i kredyt | | | | | | | | |
| Inflacja CPI (% r/r) | -0,5 | 0,8 | 2,1 | 1,1 | 3,4 | 2,4 | 5,2 | 3,3 |
| Inflacja CPI (% średnia) | -0,9 | -0,6 | 2,0 | 1,6 | 2,3 | 3,4 | 4,3 | 3,7 |
| Place nominalne (% r/r) | 3,5 | 4,1 | 5,9 | 7,1 | 6,5 | 4,7 | 8,0 | 8,6 |
| Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r) | 7,4 | 4,9 | 3,5 | 7,4 | 4,7 | 5,3 | 5,0 | 7,0 |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu) | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 0,10 | 0,10 | 1,00 |
| WIBOR3M, (% koniec okresu) | 1,72 | 1,73 | 1,72 | 1,72 | 1,71 | 0,21 | 0,26 | 1,54 |
| Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu) | 2,95 | 3,63 | 3,30 | 2,81 | 2,07 | 1,30 | 2,25 | 2,70 |
| USD/PLN (Koniec okresu) | 3,95 | 4,18 | 3,48 | 3,76 | 3,79 | 3,77 | 3,77 | 3,80 |
| USD/PLN (Średnia) | 3,77 | 3,95 | 3,78 | 3,61 | 3,84 | 3,89 | 3,75 | 3,81 |
| EUR/PLN (Koniec okresu) | 4,29 | 4,42 | 4,17 | 4,30 | 4,26 | 4,61 | 4,47 | 4,40 |
| EUR/PLN (Średnia) | 4,18 | 4,36 | 4,26 | 4,26 | 4,30 | 4,44 | 4,50 | 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 | 18,1 | 9,1 |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB) | -0,6 | -0,5 | 0,2 | -1,3 | 0,5 | 3,5 | 2,7 | 1,3 |
| Saldo handlu zagranicznego | 2,5 | 3,2 | 1,5 | -6,1 | 1,3 | 13,1 | 10,7 | 8,9 |
| Eksport | 191,1 | 196,4 | 228,2 | 254,0 | 260,7 | 259,0 | 313,1 | 353,1 |
| Import | 188,6 | 193,1 | 226,6 | 260,1 | 259,4 | 246,0 | 302,4 | 344,2 |
| Saldo usług | 12,1 | 15,4 | 20,3 | 25,9 | 26,5 | 26,7 | 29,9 | 32,9 |
| Saldo dochodów | -16,3 | -19,6 | -21,1 | -22,6 | -22,9 | -17,7 | -20,9 | -29,4 |
| Finanse publiczne (% PKB) | | | | | | | | |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95) | -2,6 | -2,2 | -1,5 | -0,2 | -0,7 | -7,0 | -5,5 | -4,0 |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicznych | -0,9 | -0,5 | 0,1 | 1,2 | 0,7 | -5,6 | -4,1 | -2,7 |
| Dług publiczny (Polska metodologia) | 48,7 | 51,9 | 48,4 | 46,4 | 43,3 | 48,0 | 47,5 | 46,9 |

Prognozy długoterminowe

| | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P |
|--|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Realny wzrost PKB (% , r/r) | -2,7 | 5,3 | 5,7 | 4,3 | 3,8 | 3,5 |
| Inflacja CPI (% średnia) | 3,4 | 4,3 | 3,7 | 3,2 | 2,6 | 2,5 |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB) | 3,5 | 2,7 | 1,3 | 1,2 | 0,9 | 1,0 |
| Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu) | 0,10 | 0,10 | 1,00 | 2,00 | 2,00 | 2,00 |
| USD/PLN (Koniec okresu) | 3,77 | 3,77 | 3,80 | 3,65 | 3,45 | 3,26 |
| USD/PLN (Średnia) | 3,89 | 3,75 | 3,81 | 3,75 | 3,55 | 3,35 |
| EUR/PLN (Koniec okresu) | 4,61 | 4,47 | 4,40 | 4,34 | 4,32 | 4,31 |
| EUR/PLN (Średnia) | 4,44 | 4,50 | 4,43 | 4,36 | 4,33 | 4,32 |



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 otrzymaniem 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.

The logo for Citi Handlowy features the word "citi" in a blue, lowercase, sans-serif font, with a red arc above the letter 'i'. To the right of "citi" is the word "handlowy" in a larger, blue, lowercase, sans-serif font. A registered trademark symbol (®) is located at the top right of the word "handlowy".

citi handlowy®

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.