

CitiMonthly

Inflacyjne widmo

Piotr Kalisz, CFA
Cezary Chrapek, CFA
Tomasz Litwiniak

Wrzesień 2021

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

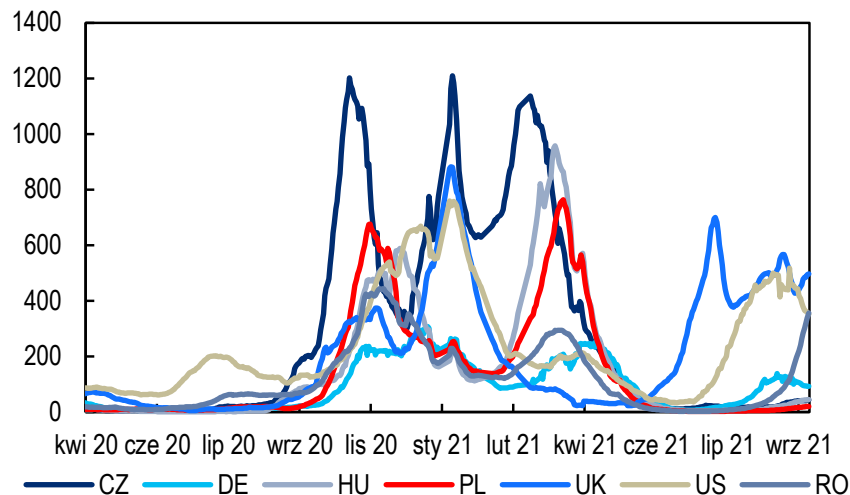
The logo for Citi Handlowy, featuring the word "citi" in white lowercase letters with a red arc above the "i", followed by "handlowy" in white lowercase letters, and a registered trademark symbol (®) at the end.

Podsumowanie

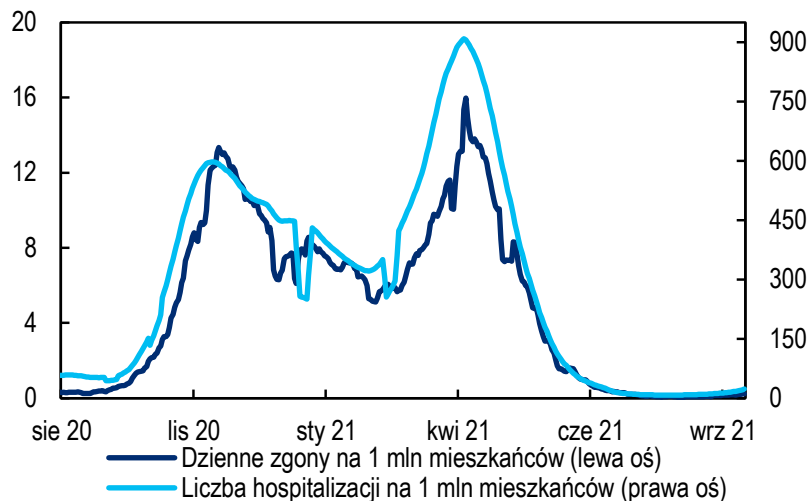
- Kolejna fala COVID traci impet na świecie, jednak w Polsce dopiero przybiera na sile.
- PKB wzrósł w II kwartale o 2,1% kw/kw, a w ujęciu rocznym o 11,1%, co poza efektami bazy odzwierciedlało skalę poprawy aktywności gospodarczej. Dane miesięczne o lipcowej produkcji i sprzedaży nieco rozczarowały, ale sierpień ponownie przyniósł poprawę.
- Oczekujemy, że wzrost gospodarczy wyniesie w tym roku 5,2% r/r i utrzyma się na podobnym poziomie w 2023 r. Zakładamy przy tym wciąż dobre wyniki konsumpcji prywatnej oraz dalsze ożywienie inwestycji.
- Dodatkowa stymulacja fiskalna zaplanowana przez rząd może ograniczyć negatywny wpływ opóźnienia wypłat środków unijnych z funduszu odbudowy, ale jednocześnie będzie kolejnym czynnikiem zwiększającym presję cenową w gospodarce.
- Inflacja zaskakuje w górę od wielu miesięcy i choć już znalazła się na najwyższym poziomie od 20 lat to oczekujemy jej dalszego wzrostu w kolejnych miesiącach do ok. 6,5%. Przyczynią się do tego wzrosty cen nośników energii, jednak inflacja netto również pozostanie wysoka. Presja cenowa i jej trwałość jest tematem debat także na rynkach międzynarodowych wobec kolejnych niespodzianek inflacyjnych, wzrostów cen surowców i energii oraz ograniczeń podażyowych.
- Sądzymy, że RPP wstrzyma się z decyzją o zmianie nastawienia na bardziej jastrzębie do listopada (nowa projekcja NBP), a do podwyżek stóp dojdzie w marcu/kwietniu 2022 r. W przypadku znacznie wyższej inflacji, niewielkiego wpływu kolejnej fali epidemicznej na gospodarkę i realizacji dodatkowej stymulacji fiskalnej, dostrzegalibyśmy ryzyko po stronie nieco szybszych podwyżek.

COVID

Nowe przypadki na 1 mln mieszkańców (7DMA)



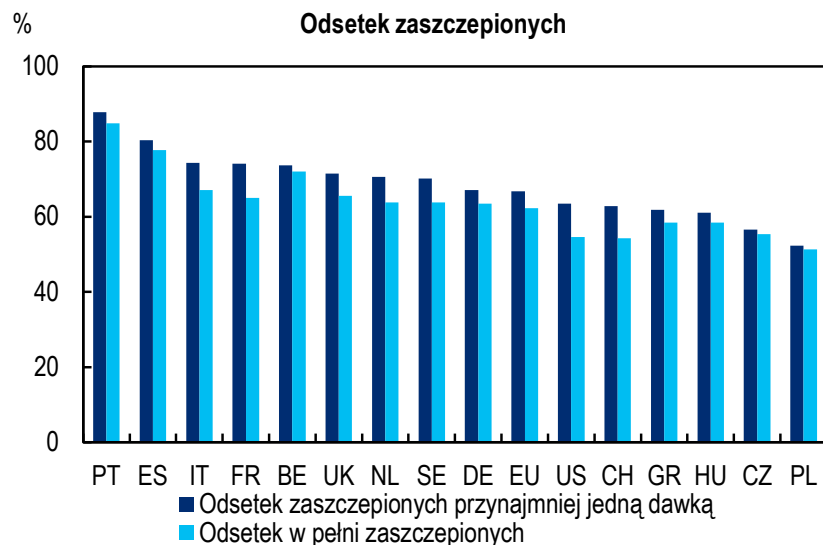
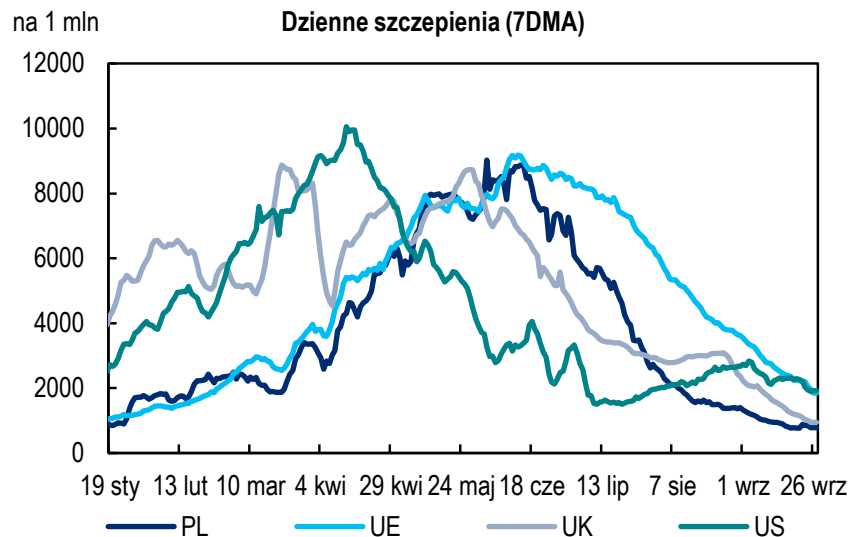
Hospitalizacje i zgony (7DMA)



Czwarta fala powoli przybiera na sile w Polsce

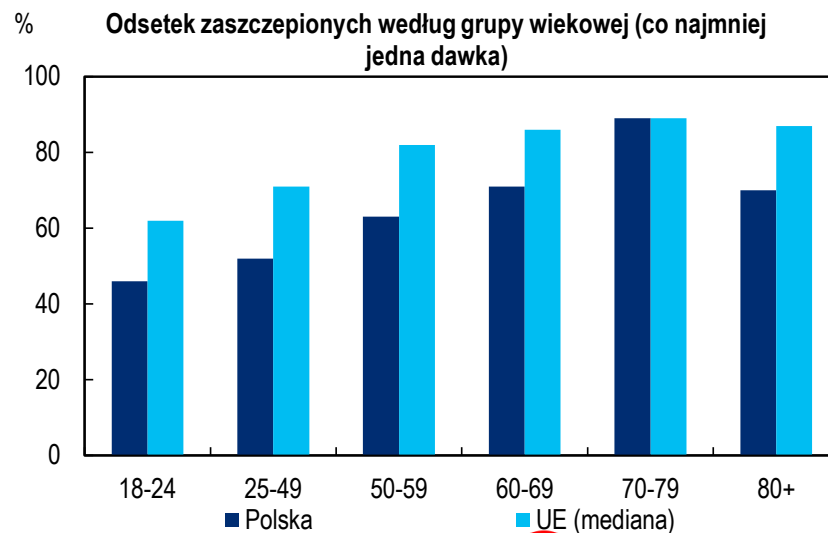
- Liczba nowych infekcji z tytułu COVID kontynuuje trend spadkowy w USA i UE oraz stabilizuje się w Wielkiej Brytanii. W Polsce jednak trend wzrostowy wydaje się dopiero nabierać tempa.
- 7-dniowa dzienna średnia nowych przypadków w kraju przekroczyła próg 800 po raz pierwszy od czerwca br. W najbliższych tygodniach obciążenie służby zdrowia może się zwiększyć. Liczba hospitalizacji zaczęła powoli wzrastać, jednak jest ich relatywnie mało w porównaniu z sytuacją sprzed roku.
- Ministerstwo Zdrowia potwierdziło, że wariant delta stał się dominującym, a obecnie w ujęciu siedmiodniowym stanowi on ponad 99% wszystkich przypadków.
- Ponadto MZ zakomunikowało, że dyskusje na temat potencjalnych obostrzeń rozpoczną się dopiero po przekroczeniu granicy 1000 nowych przypadków w ujęciu 7-dniowej średniej dziennej. Niemniej Minister Zdrowia A. Niedzielski zapowiedział, że w październiku utrzymane zostaną te same restrykcje, jakie działały we wrześniu i w wakacje.
- Oczekujemy, że jesienny spadek temperatur w połączeniu z powrotem dzieci do szkół po okresie wakacyjnym, przełoży się na wzrost infekcji w najbliższych tygodniach. Niemniej, zakładamy że skala zachorowań i restrykcje oraz wpływ na PKB będą mniejsze niż podczas poprzednich fal.

Program szczepień

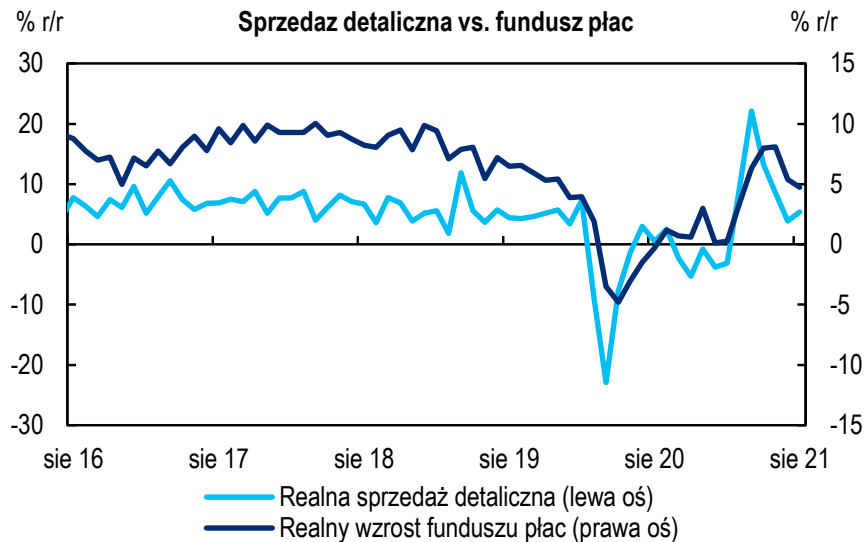
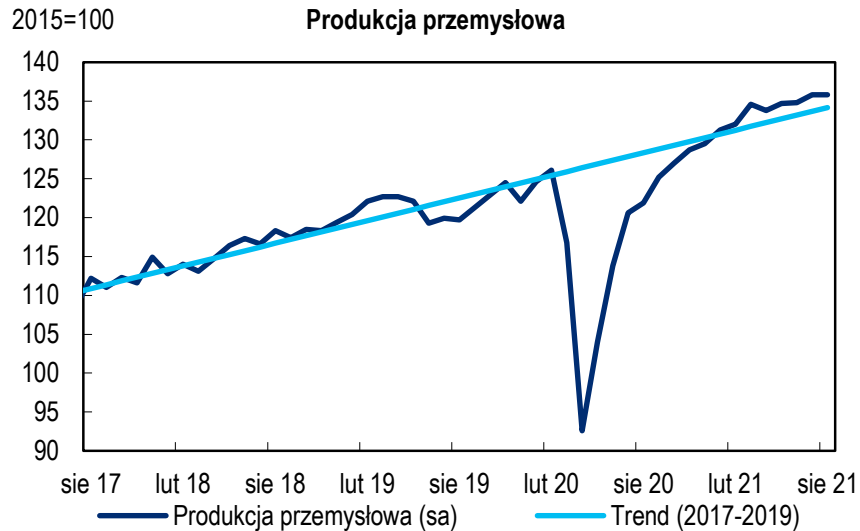


Coraz mniej chętnych do przyjęcia szczepionki

- Tempo narodowego programu szczepień wciąż zwalnia. Tygodniowa średnia wykonanych szczepień jest o ponad 40% mniejsza niż miesiąc wcześniej. Odsetek populacji w pełni zaszczepionej wynosi obecnie jedynie nieco ponad 51%, co przekłada się na 20 miejsce w UE.
- Z najnowszych badań agencji Inquiry wynika, że chęć zaszczepienia się wśród osób niezaszczepionych stopniowo spada. Tylko 27% spośród niezaszczepionych Polaków deklaruje chęć przyjęcia szczepionki (o 5 pp mniej niż w ostatnim badaniu).
- Rząd zdecydował, że trzecia dawka szczepionki będzie dostępna dla osób powyżej 50 roku życia. Niemniej osoby te mogą przyjąć szczepionkę dopiero po upływie sześciu miesięcy od momentu pełnego zaszczepienia.



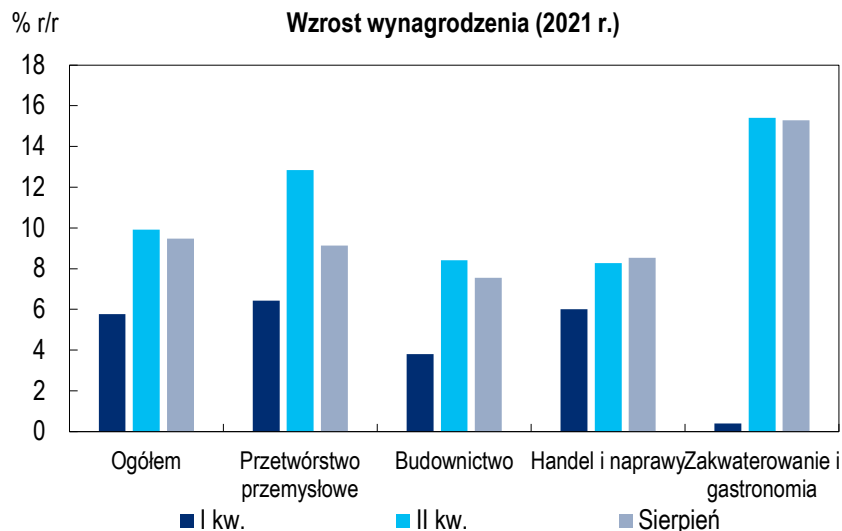
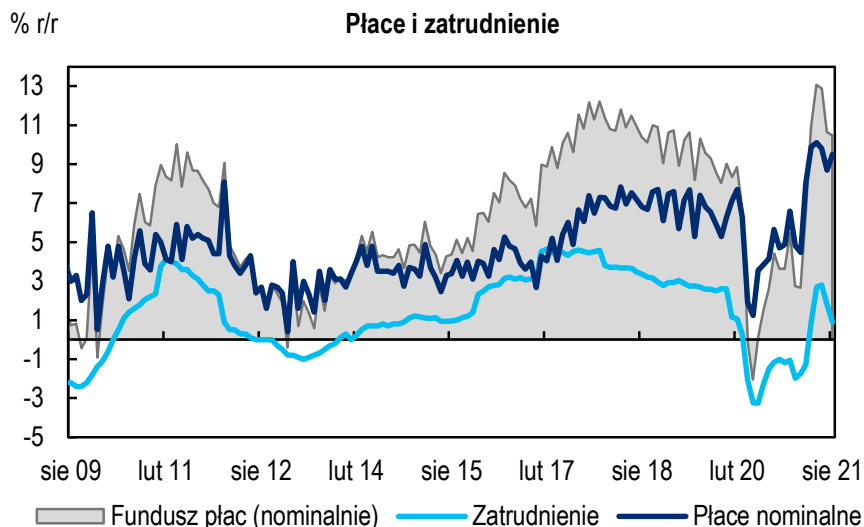
Produkcja i sprzedaż



Produkcja przemysłowa poniżej oczekiwań

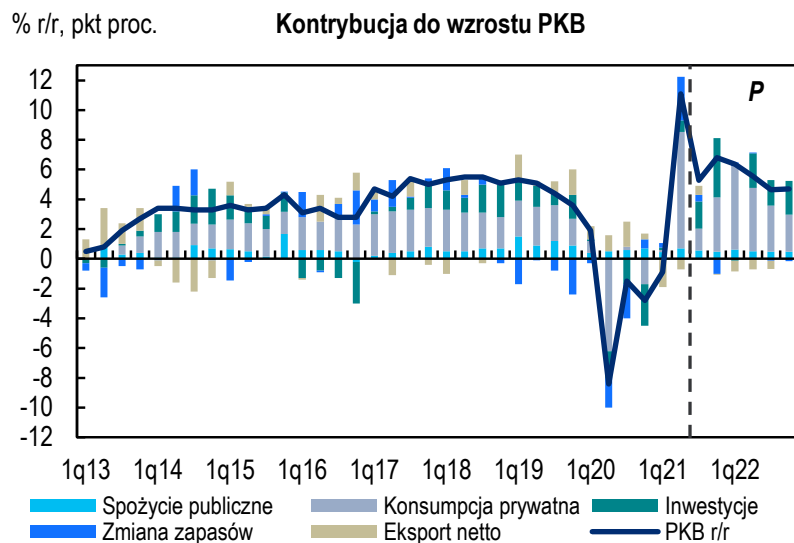
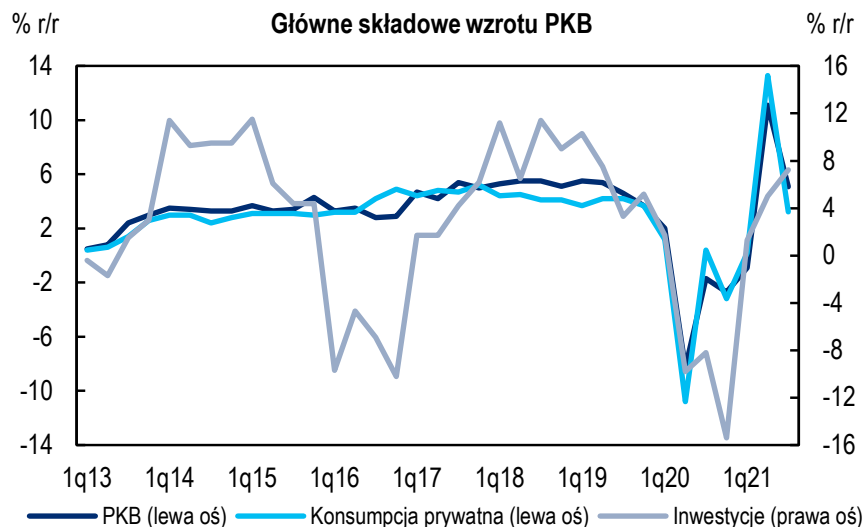
- Produkcja przemysłowa przyspieszyła w sierpniu do 13,2% r/r z 9,5%, głównie za sprawą większej liczby dni roboczych. Po odsezonowaniu produkcja spadła w ujęciu miesięcznym o 0,3%, ale pozostała powyżej poziomu wynikającego z przedpandemicznego trendu.
- Niepokoić może fakt, że jest to już drugi miesiąc z rzędu z wynikami nieco słabszymi od oczekiwań. Źródłem słabszych danych jest m.in. spadek produkcji w motoryzacji (-12,9% r/r), która może zaczynać odczuwać zaburzenia w łańcuchach dostaw.
- W przeciwieństwie do przemysłu sytuacja w budownictwie wydaje się być mniej zależna od łańcuchów dostaw. Potwierdza to pozytywna niespodzianka w produkcji budowlanej, która wzrosła w sierpniu o 10,2% r/r wobec 3,2% w lipcu. Dobre dane z branży budowlanej wskazują na dalsze ożywienie inwestycji w III kw. br.
- Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w sierpniu o 5,4% r/r wobec 3,9% r/r w lipcu. W ujęciu miesięcznym odnotowano wzrost o 0,4% (dane odsezonowane), co wskazuje na dalszą odbudowę konsumpcji oraz stabilizację jej tempa wzrostu.
- Na pozytywny wynik wpłynęły przede wszystkim wysokie dynamiki sprzedaży odzieży i obuwi (+28,6% r/r), prasy i książek (+7,9%) oraz sprzedaży samochodów (+5,7%).

Rynek pracy



Wyhamowanie zatrudnienia

- Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 0,9% r/r w sierpniu, co było nieco poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie 1,1% r/r.
- Słabszy odczyt może być spowodowany restrukturyzacją zatrudnienia w części firm, w związku z efektem wygasania tarczy finansowej PFR. Ponadto zaburzenia w łańcuchach dostaw i wzrost cen surowców mogły spowodować przejściowe redukcje w przemyśle.
- Niemniej popyt na pracę pozostaje dosyć wysoki. Według GUS w sierpniu pojawiło się ok. 21% więcej nowych ofert pracy niż przed rokiem oraz o 7% więcej niż w sierpniu 2019 r.
- Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw przewyższyło oczekiwania rynkowe wzrastając o 9,5%. Wysoka dynamika jest pochodną niskiej stopy bezrobocia i brakiem odpowiednio wykwalifikowanych pracowników. Ponadto czynnikiem wpływającym na wzrost wynagrodzeń może być w pewnym stopniu wysoka inflacja napędzająca wzrost żądań płacowych.
- Oczekujemy, że ograniczenia podażowe na rynku pracy, przy nadal wysokim popycie jak również kolejna podwyżka płacy minimalnej będą utrzymywać tempo wynagrodzeń na wysokim poziomie także w 2022 r.



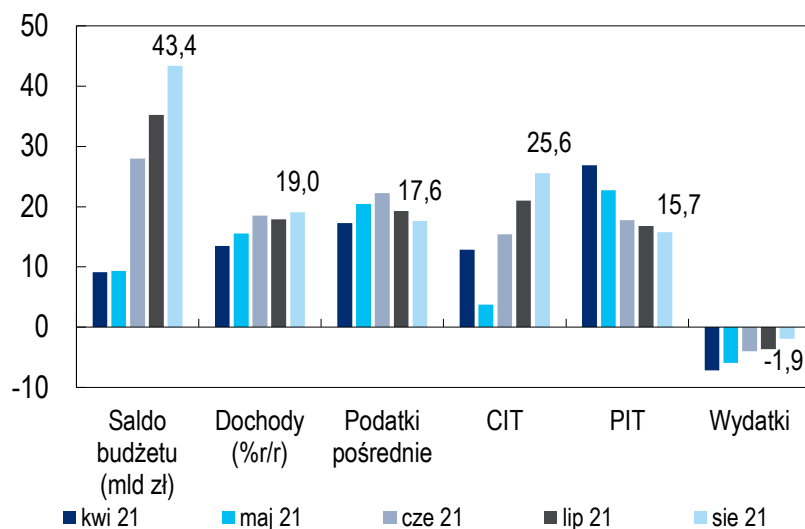
Wzrost PKB za II kw. 2021 r.

- W II kw. br. wzrost PKB wyniósł 11,1% r/r wobec spadku o 0,9% r/r w I kw. Z kolei kwartalna dynamika wyniosła 2,1% kw/kw (dane odsezonowane). Wynik ten wskazuje na wyjątkowo silne odbicie gospodarcze po zniesieniu większości obostrzeń pandemicznych.
- Głównym źródłem tak wysokiej dynamiki była konsumpcja prywatna, która wzrosła o 13,3% r/r (2,7% kw/kw). Poza silnym efektem bazy statystycznej, na wysoką dynamikę konsumpcji wpływ miała realizacja odłożonego popytu na towary i usługi przy wysokim wzroście realnego funduszu płac i poprawie nastrojów konsumentów. Przy dobrej sytuacji na rynku pracy i wysokiej dynamice wynagrodzeń, pozytywny trend konsumpcji powinien utrzymać się w najbliższych miesiącach.
- Zaskoczeniem okazał się wzrost inwestycji, który przyspieszył jedynie do 5% r/r (-10,8% kw/kw), przy konsensusie 10,7% r/r. Niemniej biorąc pod uwagę silny wzrost w I kw. br. traktujemy ten wynik jako „korektę”, nie wpływającą na ogólny pozytywny trend.
- Poziom PKB po korekcie sezonowej powrócił do poziomu sprzed pandemii, wskazując na relatywnie szybsze tempo odbudowy gospodarki względem innych krajów UE. Nasz scenariusz bazowy zakłada, wzrost gospodarczy w 2021 r. na poziomie 5,2% oraz 5,3% w 2022 r.

Polityka fiskalna

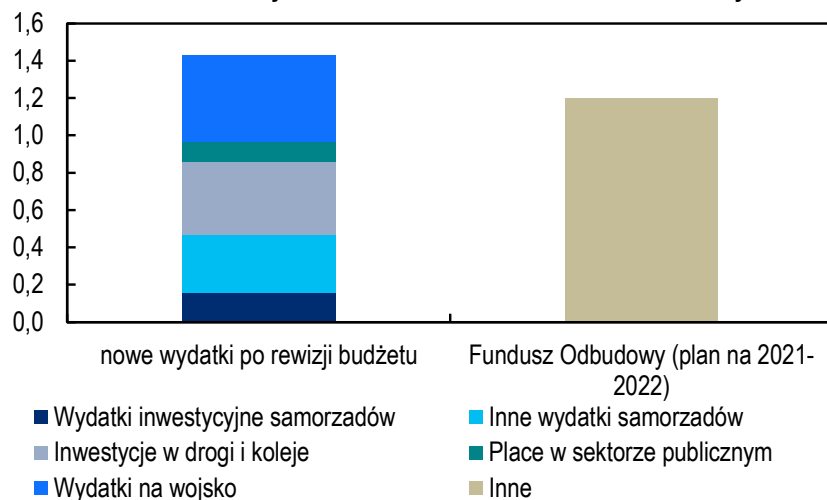
YtD, mld zł %r/r

Budżet centralny



% PKB

Nowe wydatki fiskalne i środki z funduszu odbudowy



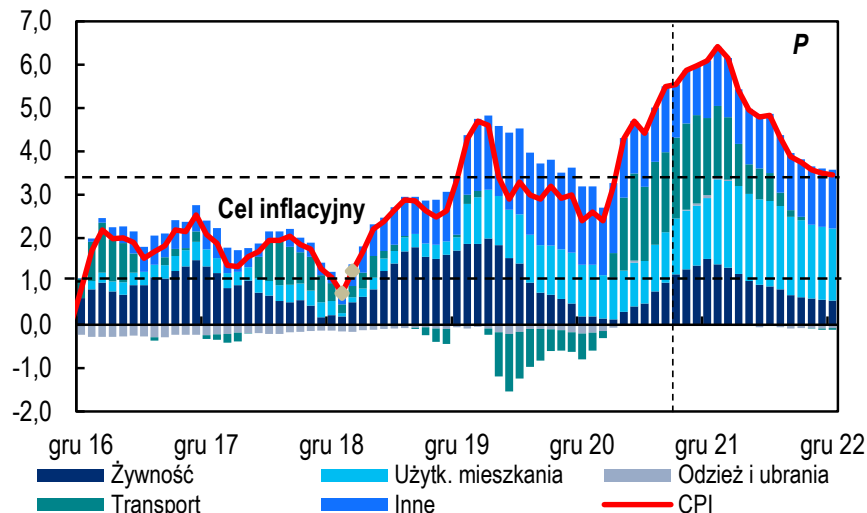
Dodatkowa stymulacja

- Od miesięcy sytuacja budżetowa jest wyraźnie lepsza niż pierwotnie planowano, co wynika zarówno z konserwatywnego planu, jak również mocnego wzrostu gospodarczego i wysokiej inflacji.
- Rząd postanowił wykorzystać niespodziewanie wysokie wpływy podatkowe i przeznaczyć je na dodatkowe zwiększenie wydatków. Ogłoszona we wrześniu nowelizacja zakłada wzrost wydatków o 1,4% PKB, między innymi na inwestycje drogowe, kolejowe, inwestycje samorządów i wyższe wynagrodzenia w sektorze publicznym. W sumie około 1% PKB zostanie przeznaczony na programy o wysokim mnożniku fiskalnym, a więc programy, gdzie wydatki mogą skuteczniej pobudzać wzrost gospodarczy.
- W rezultacie deficyt budżetowy wyniósłby w tym roku ok. 40 mld zł, wobec wcześniej planowanych 13 mld zł i pierwotnego planu na poziomie ponad 80 mld zł.
- Dodatkowe wydatki powinny skompensować ewentualne ubytki po stronie popytowej w przypadku opóźnienia napływu środków UE z Funduszu Odbudowy.
- Z drugiej strony polska gospodarka rośnie dynamicznie, wysoki popyt napotyka na ograniczenia podaży, a stopień wykorzystania mocy produkcyjnych jest wysoki. W takiej sytuacji zwiększone wydatki zapewne będą przyczyniać się do wzmocnienia presji cenowej.

Inflacja

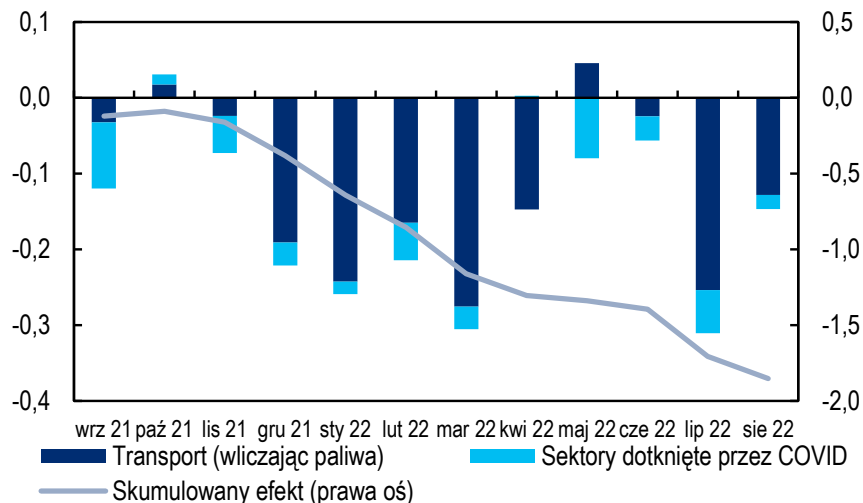
pkt proc.

Kontrybucja do inflacji



pp

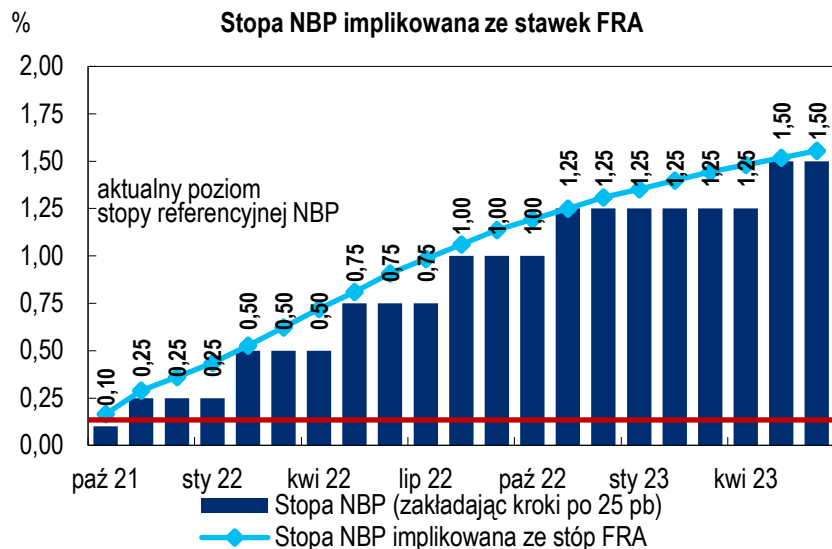
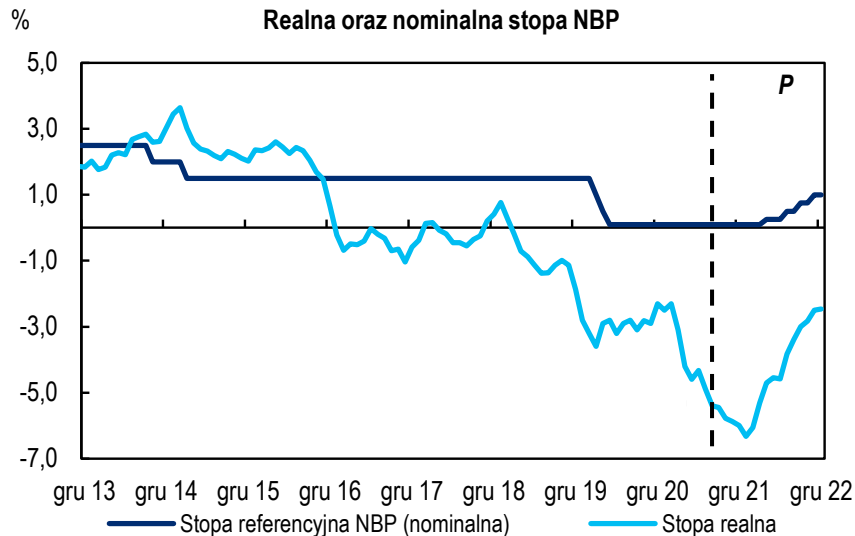
Wpływ efektów bazy na inflację



Inflacja przekroczy 6%

- W ostatnich miesiącach inflacja była źródłem największym niespodzianek. W sierpniu wzrosła do 5,5% z 5%, tj. najwyższego poziomu od ponad 20 lat. W dużym stopniu przyczyniły się do tego ceny żywności, paliw, ceny gazu i inflacja netto.
- Inflacja najprawdopodobniej wzrośnie jeszcze bardziej, osiągając szczyt zbliżony do 6,5% na początku przyszłego roku i obniży się do ok. 3,5% na koniec 2022 r. Ścieżka inflacji będzie kształtowana szczególnie przez zmiany cen energii, cen paliw i efekty bazy.
- URE zaaprobował podwyżkę cen gazu o 7,4% od października i zakładamy podwyżkę cen prądu o ok. 25% w styczniu, co przełoży się na wzrost wysokości rachunków o odpowiednio 3% i 15% oraz wzrost inflacji o 0,1 pkt proc i 0,7 pkt proc.
- W horyzoncie roku spodziewamy się spadku cen ropy naftowej, co wraz ze stopniowym umocnieniem złotego powinno obniżać inflację.
- Według naszych szacunków efekty bazy związane z transportem oraz sektorami najbardziej dotkniętymi przez COVID odejmą od inflacji w 2022 r. ok. 2 pkt proc.
- Biorąc pod uwagę ostatnie trendy na rynkach energii, potencjalne efekty drugiej rundy i dodatkową stymulację fiskalną ryzyko dla naszej prognozy jest po stronie wyższego CPI.

Polityka pieniężna

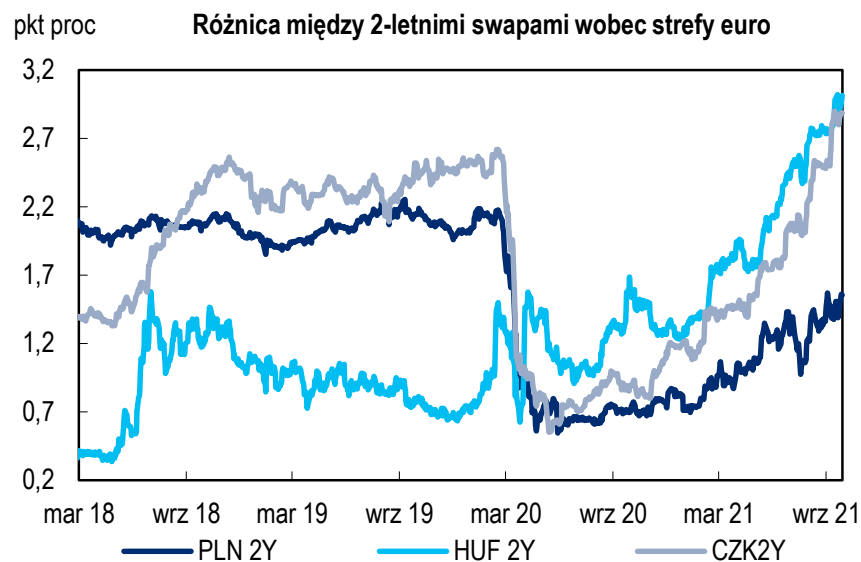
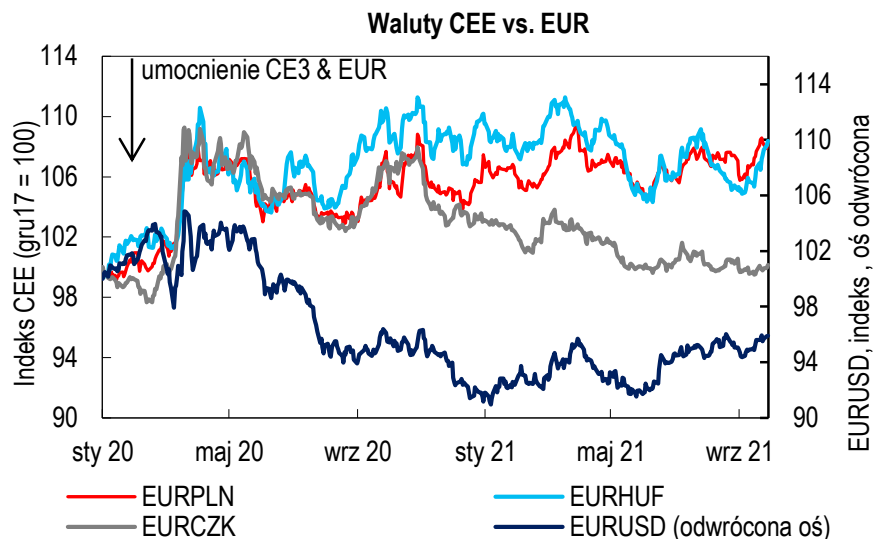


Źródło: Reuters, GUS, NBP, Citi Handlowy.

Stopy w końcu (kiedyś) wzrosną

- Od wielu miesięcy rynek stara się wycenić zacieśnienie polityki pieniężnej w 2021 r., a bank centralny stara się studzić te oczekiwania sygnalizując przejściowy charakter inflacji.
- Nasze szacunki sugerują, że choć część inflacji okaże się przejściowa, utrzyma się jednak silna presja cenowa wynikająca z napięć na rynku pracy, a inflacja netto pozostanie wysoka.
- Jednym z głównym argumentów za podwyżką jest fakt, że obecny poziom stóp procentowych jest nieadekwatny nie tylko w obecnej sytuacji, gdy inflacja kształtuje się na poziomie 5,5%, lecz również w sytuacji gdy inflacja powróci do celu.
- Naszym zdaniem stopniowa zmiana retoryki RPP na bardziej jastrzębią może rozpocząć się w listopadzie, po publikacji nowych projekcji NBP. W naszej ocenie projekcja pokaże wyższą inflację niż w lipcu, ale zapewne wciąż niższą niż zakładamy w naszej prognozie (NBP zapewne nie uwzględni jeszcze nie ogłoszonych podwyżek cen prądu).
- Nasz bazowy scenariusz przewiduje rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych w marcu/kwietniu 2022 r., ale dodatkowa stymulacja fiskalna ma szansę przyspieszyć ten proces. Zakładamy, że stopa referencyjna osiągnie 1% na koniec 2022 r. i docelowo 2% w 2023 r.

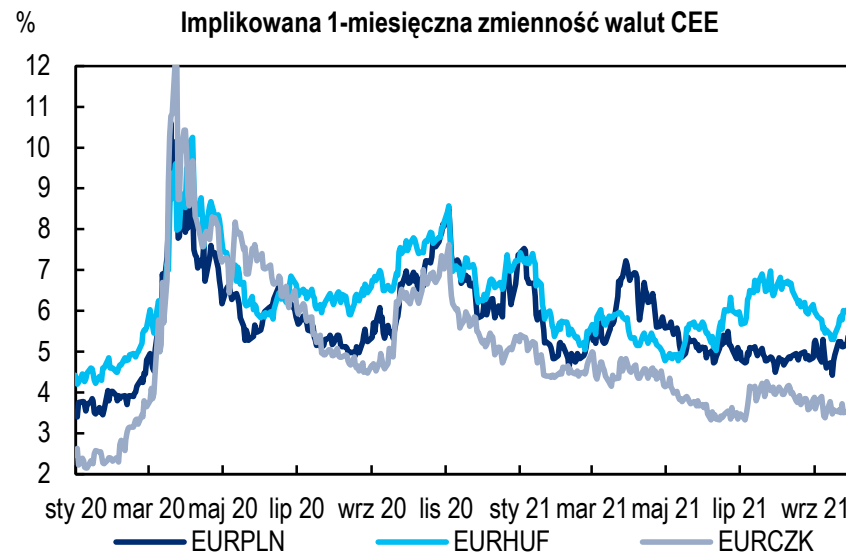
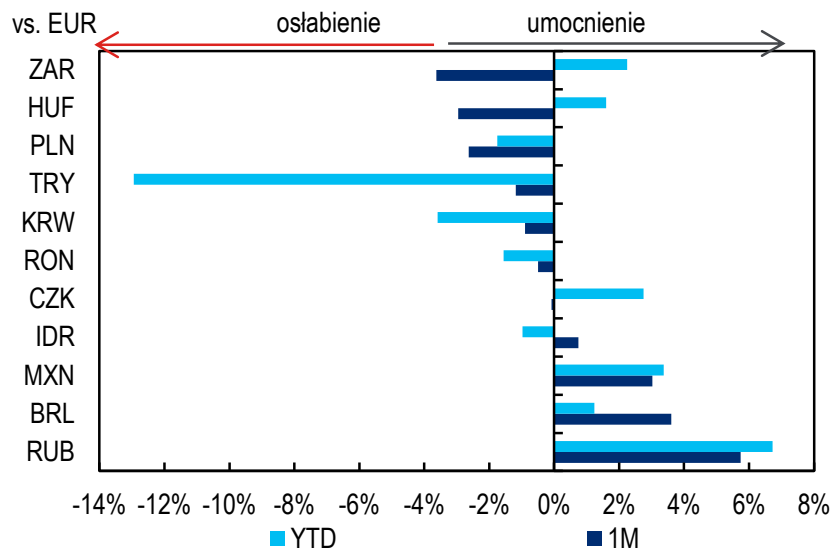
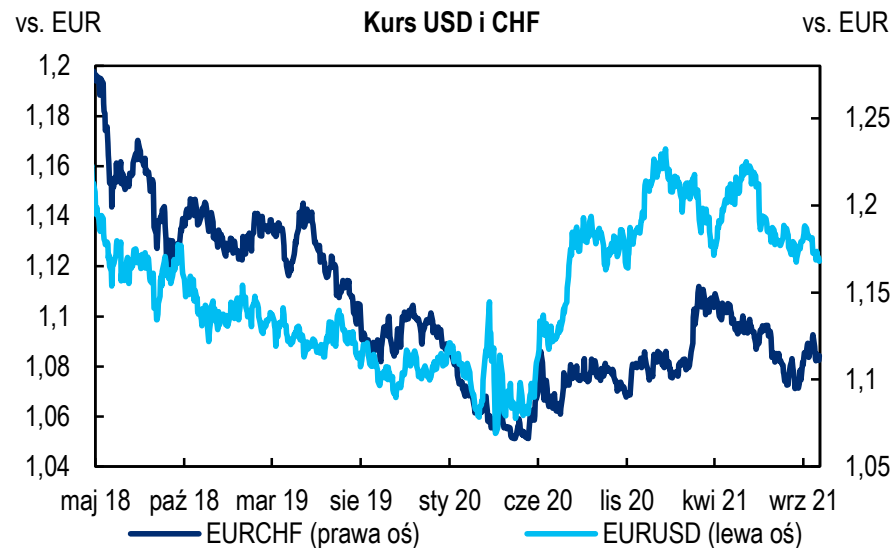
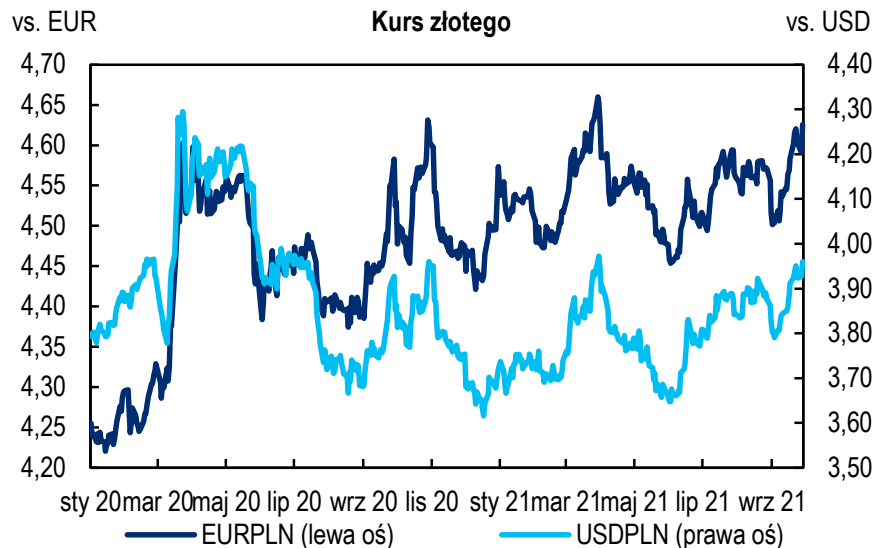
Rynek walutowy



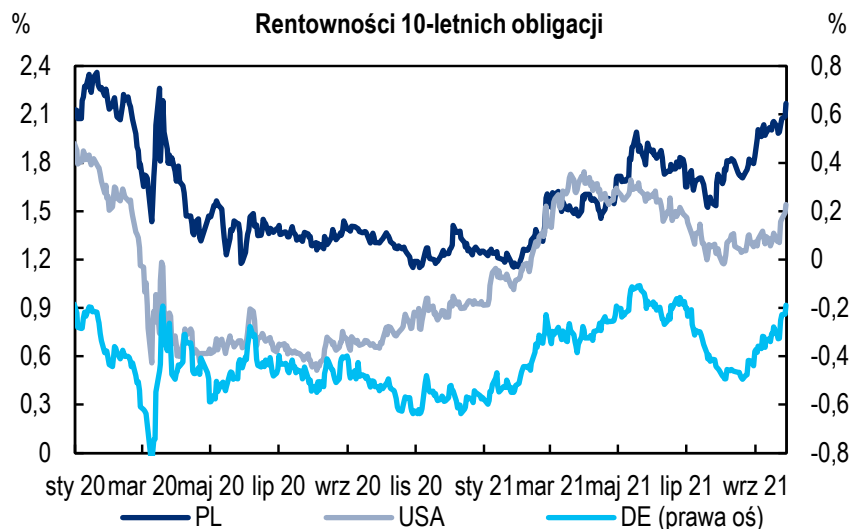
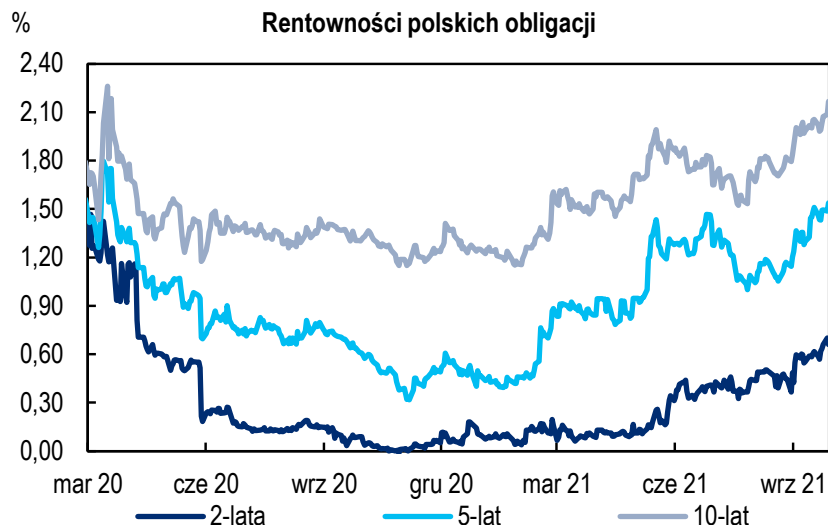
Złoty osłabia się pod wpływem dolara

- W ostatnim miesiącu złoty ponownie był jedną z najsłabszych walut gospodarek wschodzących.
- Negatywnie na złotego, ale także na forinta oddziaływał wzrost rentowności na bazowych rynkach długu i dalsze umocnienie dolara na światowych rynkach, wysokie odczyty inflacji oraz spór z UE opóźniający napływ środków z funduszu odbudowy. Osłabienia złotego i forinta nie powstrzymał dalszy wzrost stawek FRA, wzrost spreadów stóp swap wobec euro. Osłabienie nastąpiło po wcześniejszej aprecjacji PLN i HUF w sierpniu, przy mniejszej od oczekiwań podwyżce stóp przez MNB. Najlepiej w regionie zachowywała się czeska korona.
- Sądzymy, że utrzymanie łagodnego stanowiska przez RPP co najmniej do listopada, jak równie oczekiwany dalszy wzrost inflacji, który będzie prowadził do dalszego spadku stóp realnych nie będą sprzyjać złotemu w najbliższych miesiącach.
- Negatywnie na złotego może oddziaływać także utrzymanie mocnego dolara i napięć z UE, a w dłuższej perspektywie także rozstrzygnięcia kwestii kredytów walutowych, które sukcesywnie są odkładane w czasie.
- W dłuższej perspektywie oczekujemy, że złoty będzie odrabiał straty za sprawą mocnego ożywienia oraz stopniowej zmiany nastawienia RPP na bardziej restrykcyjne.

Rynek walutowy



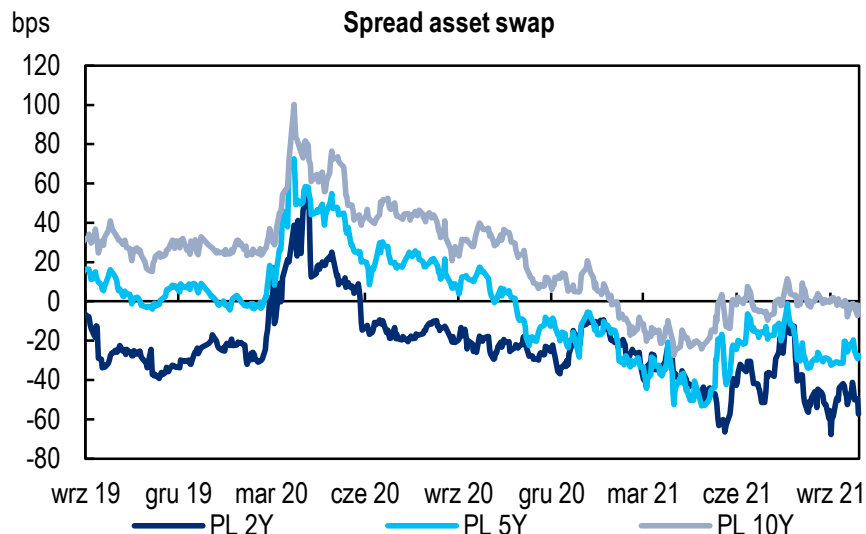
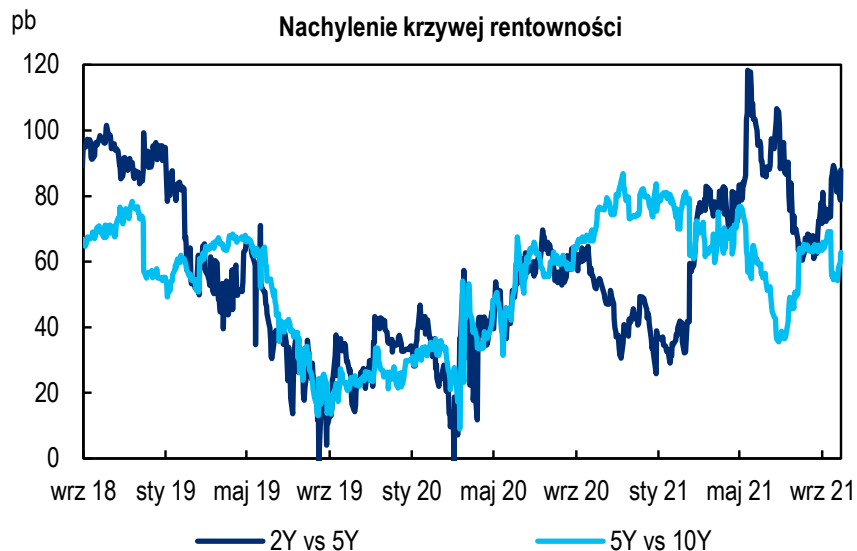
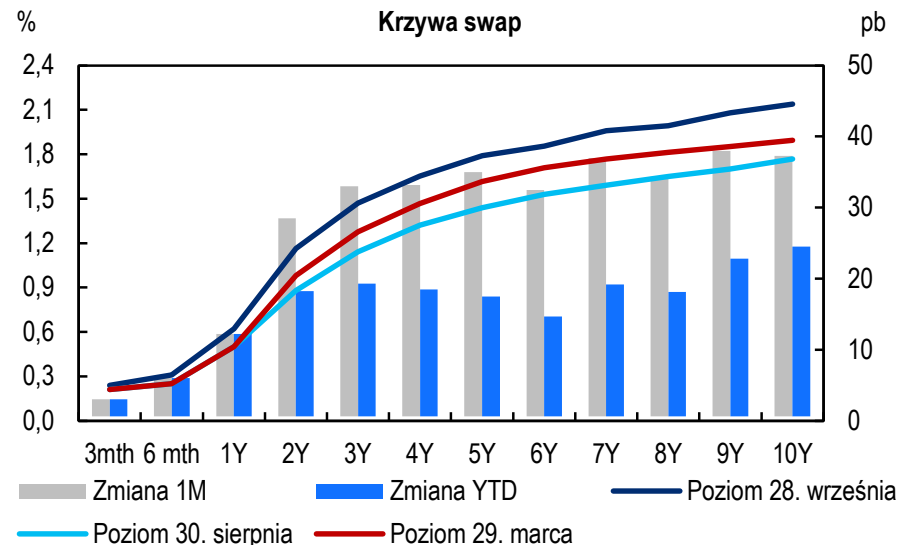
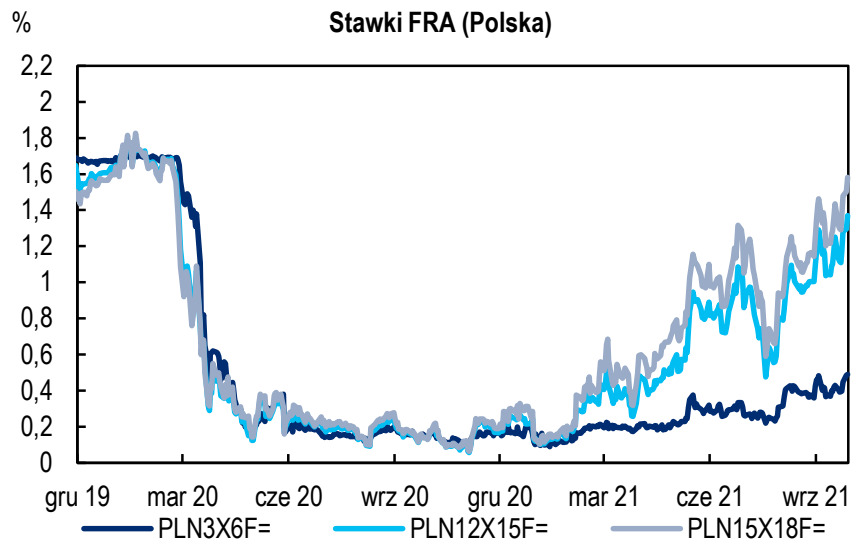
Rynek stopy procentowej



Wzrost stóp rynkowych

- Ostatnie dwa miesiące przyniosły stopniowy wzrost stóp rynkowych. Wynikało to w dużej mierze ze znacznie wyższych od oczekiwań odczytów inflacji. Mimo, że RPP regularnie starała się w ostatnich miesiącach ograniczać rynkowe oczekiwania na podwyżki stóp, to moment ich rozpoczęcia stopniowo się zbliża, co przekłada się na notowania stóp rynkowych.
- Ponadto inflacja zaskakiwała również na rynkach bazowych, co wraz z dalszym wzrostem cen energii i surowców oraz dobrymi danymi makroekonomicznymi przełożyło się na wzrosty rentowności obligacji w USA i w Niemczech. To z kolei również wspierało ruch wzrostowy rentowności w Polsce, choć spread zarówno wobec amerykańskich Treasuries i Bundów wzrósł w ostatnich tygodniach.
- Spready asset swap niemal nie zmieniły się w ciągu miesiąca po znacznym spadku na krótkim końcu krzywej rentowności w sierpniu.
- Dalszy wzrost inflacji, zbliżanie się terminu zmiany nastawienia RPP, informacje o dodatkowych wydatkach rządowych i dalsze osłabienie długu na rynkach bazowych mogą przyczyniać się do dalszego wzrostu rentowności.

Rynek stopy procentowej



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2020					2021							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1,5	5,7	1,0	5,4	11,1	0,7	2,5	18,6	44,2	29,7	18,1	9,5	13,2
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-5,7	15,3	3,1	-1,6	-4,5	-5,4	4,0	18,2	-9,4	-0,9	3,8	-4,2	-2,5
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	2,1	7,1	1,6	7,2	12,7	0,5	2,5	20,6	50,2	32,2	19,2	9,4	13,3
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-12,0	-9,8	-5,8	-4,9	3,4	-10,1	-16,9	-10,8	-4,2	4,7	4,5	3,2	10,2
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	0,5	2,5	-2,3	-5,3	-0,8	-6,0	-3,1	15,2	21,1	13,9	8,6	3,9	5,4
Stopa bezrobocia (%)	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	6,5	6,5	6,4	6,3	6,1	5,9	5,8	5,8
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	0,9
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5
Inflacja (% m/m)	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	1,3	0,5	1,0	0,8	0,3	0,1	0,4	0,3
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	0,1	1,0	2,2	4,2	5,5	6,6	7,2	8,4	9,5
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0,4	0,3	0,5	0,0	0,3	1,0	1,0	1,6	0,7	0,9	0,9	1,5	0,6
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	4,1	5,6	4,7	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	9,5
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	1.273	1.330	1.917	1.504	889	2.006	834	116	1.631	129	281	-1.827	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	2,8	2,9	3,2	3,3	3,5	3,4	3,2	3,1	3,1	2,9	2,3	1,8	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	817	1525	1856	2097	534	1409	940	878	1300	185	761	-714	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	18018	21515	22938	23065	19808	19891	21337	24651	23384	22636	23680	22346	-
Eksport (% r/r)	2,4	6,6	3,6	10,0	14,7	0,8	6,3	28,9	69,2	41,7	23,9	13,7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	17201	19990	21082	20968	19274	18482	20397	23773	22084	22451	22919	23060	-
Import (% r/r)	-4,0	2,1	-4,1	4,1	12,4	-4,5	5,8	24,3	59,7	53,7	36,3	22,1	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2020					2021							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	16,2	17,0	17,0	16,1	16,4	16,8	16,3	14,4	11,2	9,0	7,4	8,8	9,1
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10,4	10,4	10,5	9,5	10,9	10,8	10,8	10,1	9,4	6,9	6,4	6,7	7,0
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	28,0	29,6	26,5	25,0	19,0	20,1	21,2	20,4	15,2	10,6	4,8	7,6	7,9
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2,6	2,7	3,6	2,6	2,9	2,1	1,4	1,1	1,4	2,4	2,9	4,0	4,2
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-3,7	-3,9	-3,2	-4,5	-4,9	-5,0	-5,2	-8,4	-7,5	-5,2	-4,7	-1,9	-1,5
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	0,10	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)	0,23	0,23	0,22	0,22	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,22
WIBOR 3M (koniec okresu)	0,23	0,22	0,22	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,23
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	0,15	0,09	0,10	0,04	0,05	0,01	-0,01	0,04	-0,01	0,09	0,08	0,02	0,01
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	0,15	0,09	0,01	0,05	0,10	0,06	0,16	0,09	0,11	0,31	0,39	0,45	0,49
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	0,76	0,61	0,38	0,49	0,47	0,46	0,88	0,84	0,95	1,28	1,28	1,08	1,20
EUR/PLN (koniec okresu)	4,40	4,53	4,62	4,48	4,61	4,54	4,52	4,66	4,57	4,48	4,52	4,57	4,54
USD/PLN (koniec okresu)	3,69	3,87	3,96	3,74	3,76	3,75	3,72	3,97	3,77	3,67	3,80	3,84	3,84
EUR/USD (koniec okresu)	1,19	1,17	1,17	1,20	1,23	1,21	1,21	1,17	1,21	1,22	1,19	1,19	1,18
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	13,3	13,8	12,1	13,2	85,0	-6,6	-0,9	3,4	-9,2	-9,4	-28,0	-35,3	-43,4
Def. budżetowy skum. (% planu)*	12,2%	12,6%	11,0%	12,1%	77,7%	-6,1%	-0,8%	3,1%	-8,4%	-8,6%	-25,6%	-32,3%	-39,7%

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	597	597	666	737
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.324	2.570	2.833
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.540	15.582	17.413	19.286
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	5,3	4,6	-2,8	5,2	5,3
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,6	6,1	8,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,3	4,6	5,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	6,4
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-0,2	13,8	10,0
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,9	17,8	11,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	6,1	3,4
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,6	4,6
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,0	8,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	3,6	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	1,60
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	2,25	2,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,77	3,84	3,83
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,86	3,85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,56	4,42
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,46

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	15,4	7,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,3	1,0
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	13,1	10,3	9,0
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	259,0	321,2	380,7
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	246,0	310,9	371,7
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,5	26,7	29,2	32,2
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-17,7	-21,3	-29,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,0	-5,0	-3,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,6	-3,6	-1,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	44,8	42,0

Prognozy długoterminowe

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2,8	5,2	5,3	4,4	3,8	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	3,4	4,6	4,6	2,8	2,6	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	3,5	2,5	1,1	1,0	0,7	0,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0,10	0,10	1,00	2,00	2,00	2,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,77	3,84	3,83	3,72	3,52	3,35
USD/PLN (Średnia)	3,89	3,86	3,85	3,79	3,62	3,44
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,61	4,56	4,42	4,34	4,33	4,31
EUR/PLN (Średnia)	4,44	4,57	4,46	4,37	4,34	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

Tomasz Litwiniak

Praktykant

tomasz.litwiniak@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

citi handlowy[®]

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.