

CitiMonthly

RPP goni inflację

Piotr Kalisz, CFA
Cezary Chrapek, CFA
Tomasz Litwiniak

Październik 2021

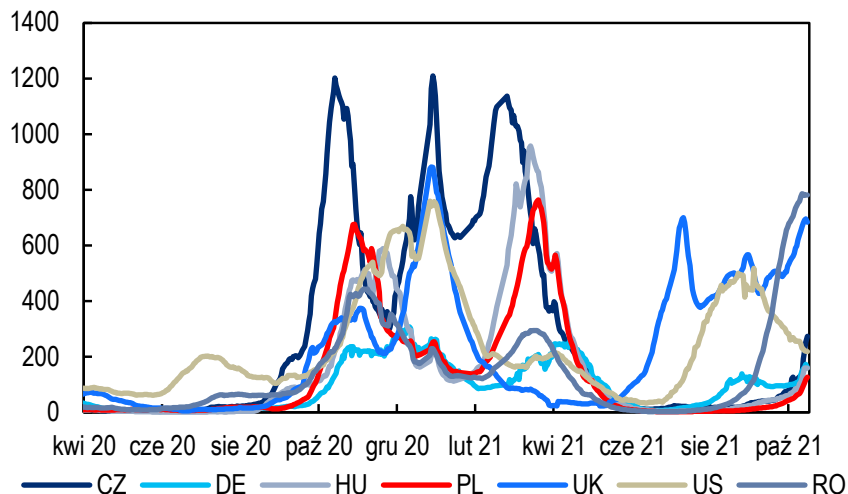
www.citihandlowy.pl
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

 **citi handlowy**[®]

Podsumowanie

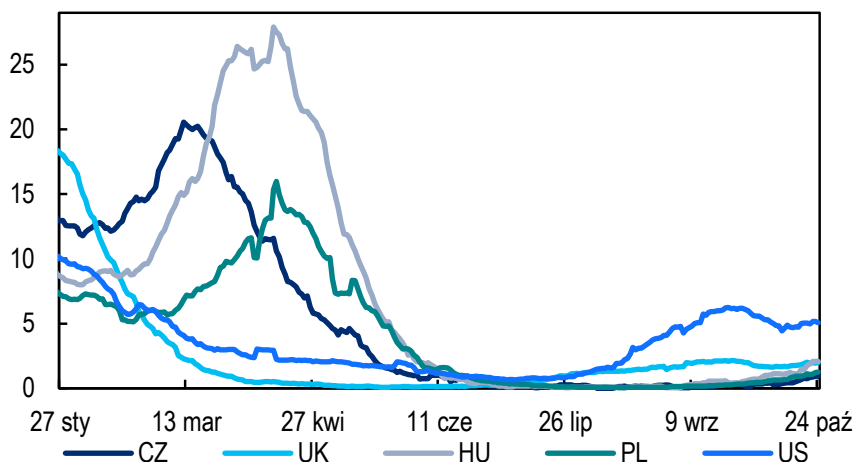
- Dynamiczne wzrosty cen energii oraz oznaki spowolnienia na świecie ożywiły obawy o możliwość realizacji stagflacyjnego scenariusza.
- Nasze prognozy sugerują, że na początku przyszłego roku inflacja w Polsce może przekroczyć 7%, osiągając poziom niemal trzykrotnie wyższy od celu inflacyjnego banku centralnego. W kolejnych kwartałach 2022 roku inflacja powinna już spadać, jednak i tak pozostanie znacznie powyżej celu.
- Rosnące ceny energii, spowolnienie w Chinach oraz opóźnienia w napływie funduszy unijnych mogą negatywnie wpływać na wzrost gospodarczy w kraju. Spodziewamy się, że w 2022 roku polska gospodarka wzrośnie o około 4,7% (trzy miesiące temu spodziewaliśmy się wzrostu wyższego o około 1 punkt procentowy).
- W odpowiedzi na dynamiczny wzrost inflacji Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się na podwyżkę stóp procentowych, a więc na krok, którego jeszcze miesiąc wcześniej bardzo chciała uniknąć. Przedstawiciele RPP sugerują, że podwyżka w październiku sprawia, że kolejne podwyżki mogą być mniejsze i wolniejsze, jednak rynki finansowe wydają się nie podzielać tego przekonania. Rynek FRA wycenia scenariusz wzrostu stóp do około 2,5% w 2023 roku.
- Naszym zdaniem obecny poziom stóp procentowych jest zdecydowanie za niski w porównaniu z przewidywanym tempem wzrostu. Stopy w Polsce są również niskie na tle stóp procentowych w innych krajach regionu. Dlatego w kolejnych miesiącach spodziewamy się kolejnych podwyżek i oczekujemy, że na początku 2023 roku stopa referencyjna może przekroczyć 2%.
- Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego makroekonomicznego scenariusza w kolejnych miesiącach jest możliwość dalszego wzrostu cen energii oraz globalnego spowolnienia.

Nowe przypadki na 1 mln mieszkańców (7DMA)



na 1 mln
mieszkańców

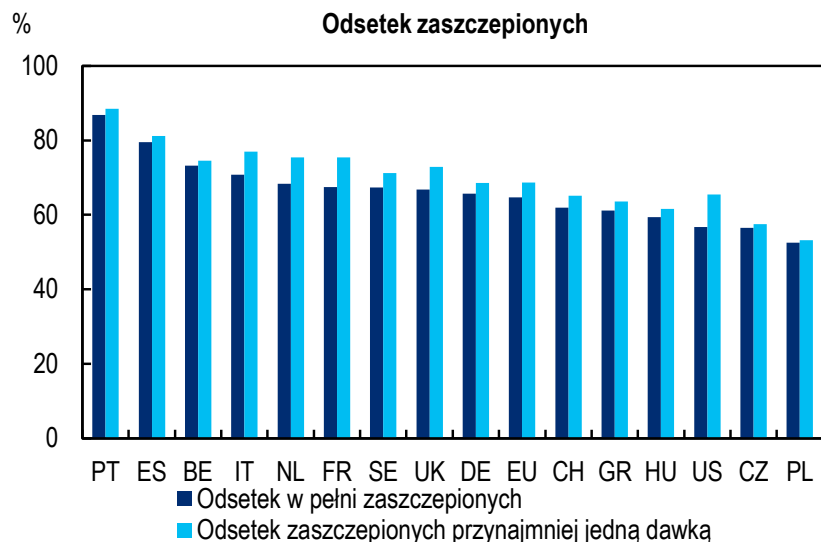
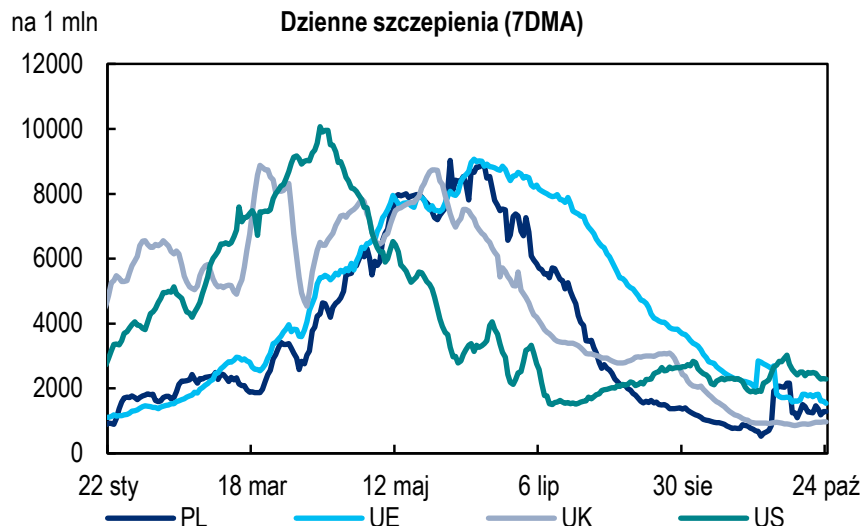
Dzienne zgony (7D MA)



Listopad szczytowym punktem czwartej fali?

- Liczba nowych przypadków COVID w Europie osiąga nowe maksima w ramach czwartej fali pandemii, pomimo utrzymującego się trendu spadkowego na świecie.
- Sytuacja pogarsza się szczególnie gwałtownie w Wielkiej Brytanii. Za nagły wzrost zakażeń odpowiadać mogą nowe warianty wirusa, jak odkryty przez brytyjskich naukowców AY.4.2., który znany jest jako „Delta plus”. Odpowiada on obecnie za ok 10% nowych infekcji w tym kraju.
- W Polsce coraz bardziej nasila się trend wzrostowy liczby dziennych zakażeń. 7-dniowa dzienna średnia nowych przypadków w kraju przekroczyła próg 4,5 tys. po raz pierwszy od maja br. Mimo to dzienne zgony pozostają na niskim poziomie, na co wpływ mogą mieć szczepienia, które znacznie zmniejszają śmiertelność choroby oraz prowadzą do jej łagodniejszego przebiegu.
- Według ministra zdrowia Adama Niedzielskiego prognozy MZ wskazują na dzienną liczbę zakażeń na koniec listopada na poziomie 7-15 tys. oraz 7-12 tys. na koniec grudnia oraz ponad 20 tys. hospitalizacji do końca roku.
- Taki scenariusz pozwalałby według ministra uniknąć lockdownu. Jednak jeśli aktualne trendy epidemiczne byłyby kontynuowane rząd może podjąć „drastyczne kroki”, choć w pierwszej kolejności ograniczenia byłyby wprowadzane na poziomie powiatów.

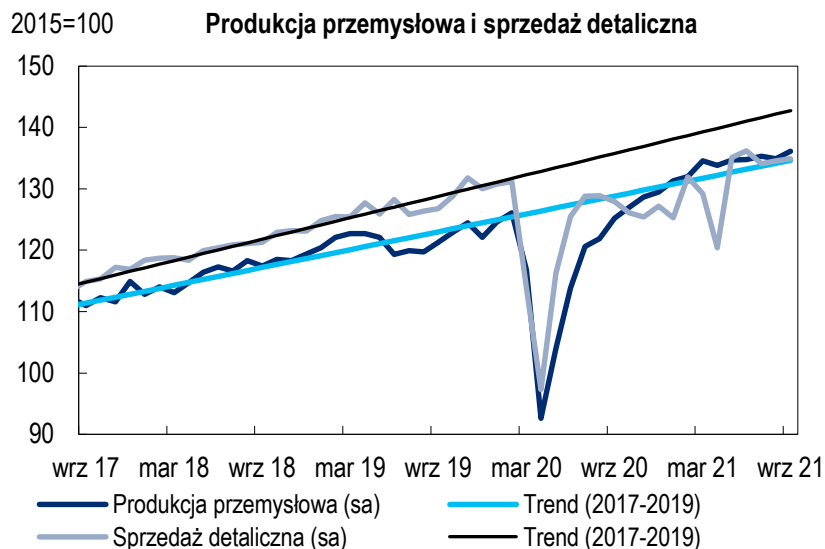
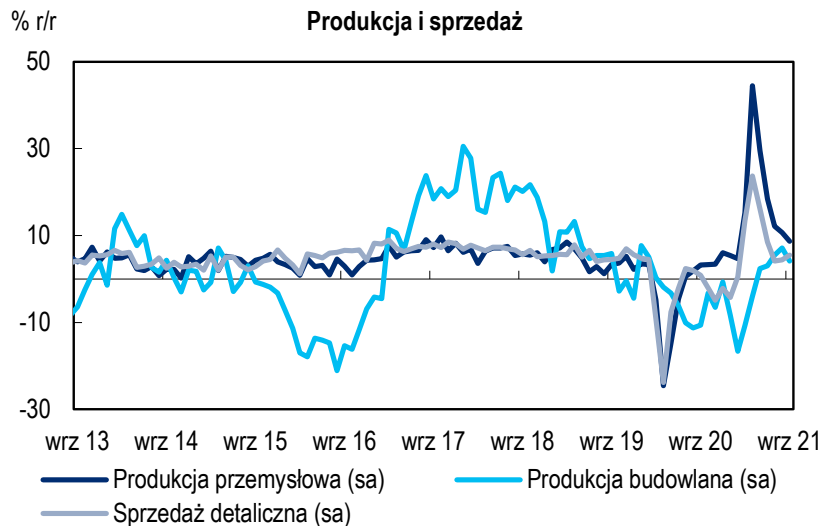
Program szczepień



Szczepienia główną bronią przed czwartą falą

- Rada Medyczna wydała w październiku rekomendacje podania dawki przypominającej szczepionki przeciw COVID wszystkim osobom, które ukończyły 18 lat. Decyzja została podjęta w związku z obawami o słabnącą z czasem skuteczność preparatów.
- Szczepienia trzecią dawką rozpoczęły się już wśród najstarszej części populacji, a resort zdrowia planuje uruchomić zapisy na trzecią dawkę dla osób pełnoletnich 2 listopada.
- Mimo rozpoczęcia szczepień trzecią dawką, poziom wyszczepienia w kraju jest nadal na bardzo niskim poziomie. W pełni zaszczepionych jest ponad 19,8 mln osób, co stanowi ok. 52% całej populacji oraz daje Polsce dopiero 23 miejsce w UE.
- Łotwa, która ma podobnie niski poziom wyszczepienia, wprowadziła lockdown. Obowiązuje tam godzina policyjna, a sklepy, restauracje i szkoły pozostaną zamknięte do 15 listopada. Podobna sytuacja ma miejsce w Rosji gdzie zatwierdzono tygodniowe zamknięcie miejsc pracy, w związku z nagłym skokiem zachorowań. W Rosji zaszczepione jest jedynie ok. 33% społeczeństwa.

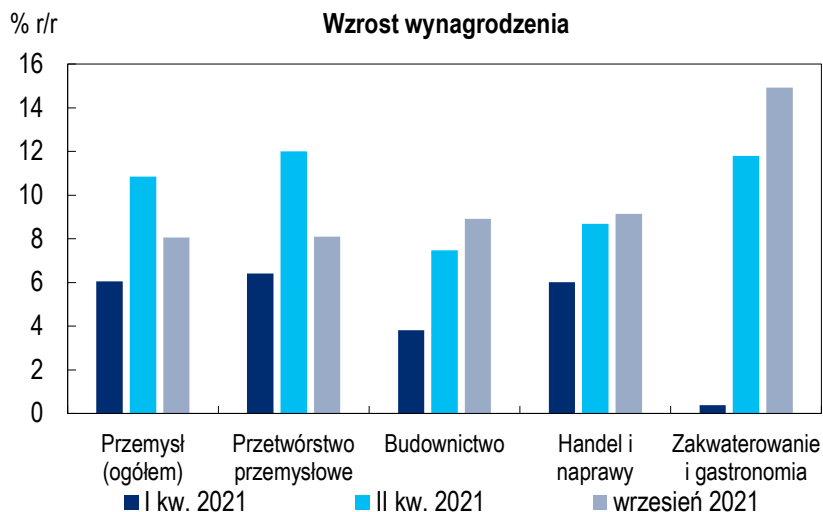
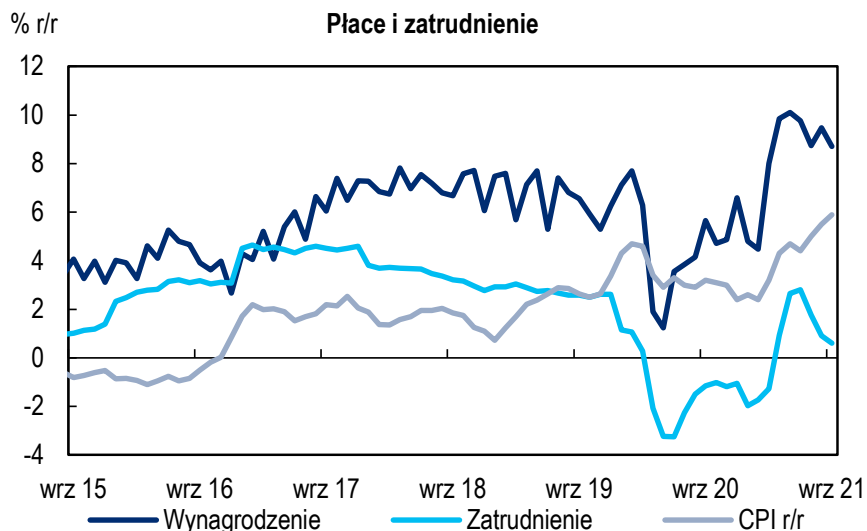
Produkcja i sprzedaż



Aktywność dosyć dobra, ale wzrost wyhamowuje

- Produkcja przemysłowa spowolniła we wrześniu do 8,8% r/r z 13,2%, ale po korekcie o czynniki sezonowe wzrosła o 0,9% m/m, utrzymując się powyżej trendu sprzed pandemii. Wzrost produkcji budowlanej wyhamował do 4,3% r/r z 10,7%.
- Z kolei dynamika sprzedaży detalicznej spadła we wrześniu do 5,1% r/r z 5,5%, a po korekcie o czynniki sezonowe wzrosła o 0,2% m/m.
- Dane o aktywności za wrzesień pokazały wpływ problemów podażowych na wyniki produkcji i sprzedaży. W największym stopniu było to odzwierciedlone w branży motoryzacyjnej w przypadku produkcji, ale też sprzedaży samochodów (brak półprzewodników). Wyhamowanie rozpoczętych inwestycji budowlanych może z kolei odzwierciedlać problemy z dostępnością materiałów w sektorze budowlanym. Mniejszy udział produkcji aut w przemyśle niż w krajach regionu oraz mniejsze problemy z brakiem materiałów w budownictwie niż w UE są pozytywnym sygnałem dla relatywnego zachowania polskiej gospodarki. Niemniej problemy podażowe mogą negatywnie oddziaływać na produkcję w kolejnych kwartałach.
- Choć dane za wrzesień były dosyć dobre to zarówno przemysł jak i handel wyhamowały w III kw., co powinno się przełożyć na spowolnienie PKB do 4,8%.

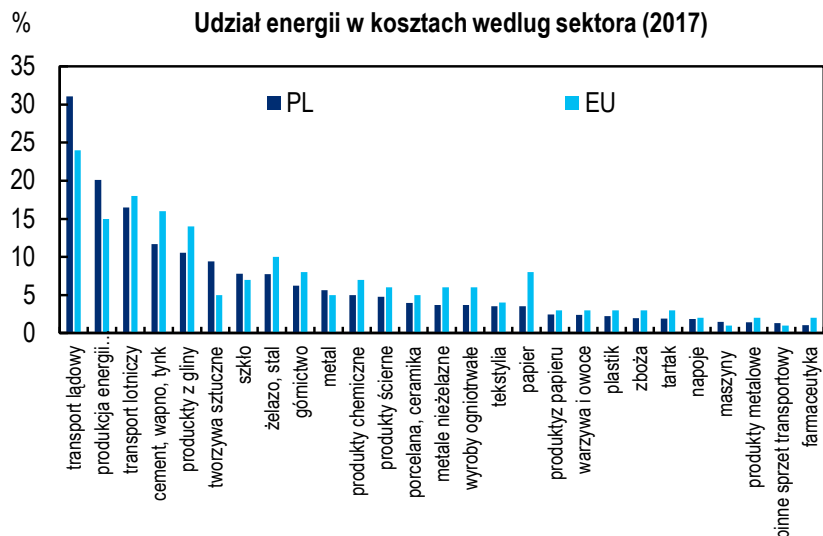
Rynek pracy



Płace utrzymują wysokie tempo wzrostu

- Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu wzrosło zgodnie z konsensem o 0,6% r/r (-0,1% m/m).
- Dynamika zatrudnienia spadła wobec poprzedniego miesiąca (0,9% r/r), na co mogły oddziaływać między innymi zwolnienia po wygaśnięciu tarcz antykryzysowych. Na słabe dane wpływ ma też spowolnienie w przemyśle i sektorze budowlanym, spowodowane zaburzeniami w łańcuchach dostaw. Ponadto, źródłem spowolnienia może być słabszy dostęp do odpowiednio wykwalifikowanych pracowników.
- Mimo spadku zatrudnienia popyt na pracę pozostaje stosunkowo wysoki. Według GUS liczba nowych ofert pracy była wyższa we wrześniu o ok. 10-20% w porównaniu do roku poprzedniego i ok. 10% wyższa niż we wrześniu 2019 r.
- Wzrost wynagrodzeń spowolnił we wrześniu do 8,7% r/r z 9,5% w sierpniu. Choć dynamika była nieco niższa od oczekiwań, to wciąż pozostaje ona na wysokim poziomie odzwierciedlając napięcia na rynku pracy.
- W najbliższych miesiącach oczekujemy dalszej poprawy na rynku pracy. Niemniej przy potencjalnym wprowadzeniu ograniczeń w związku z czwartą falą COVID, powrót do poziomu zatrudnienia sprzed pandemii może się wydłużyć.

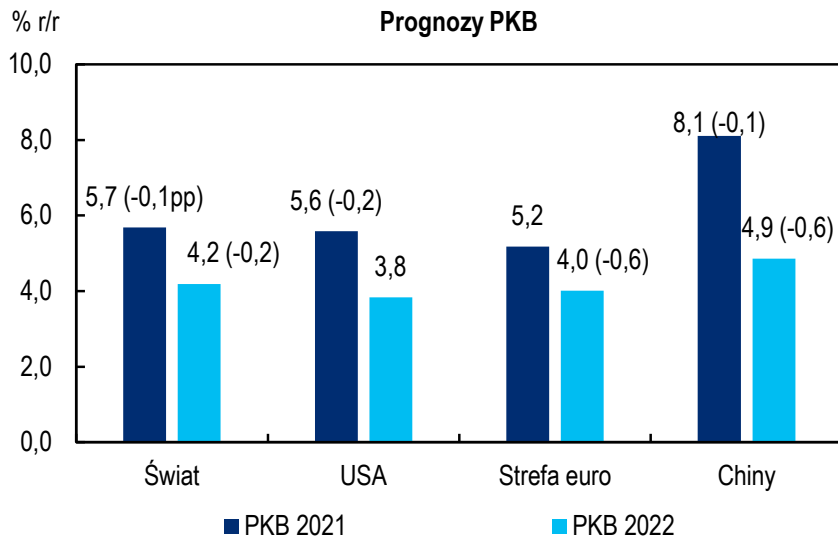
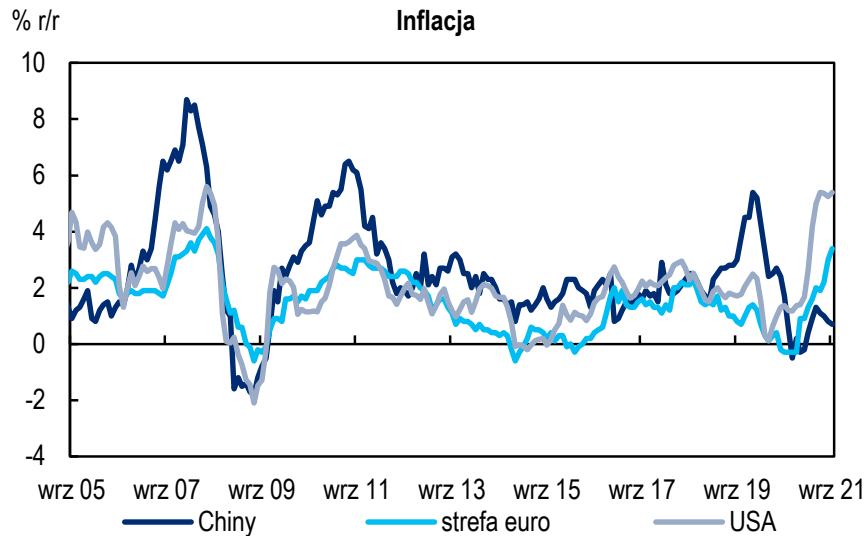
Szok energetyczny



Rosną koszty produkcji i ryzyko stagflacji

- Szok na rynku energii ma szansę zachwiać dotychczasowym optymizmem związanym z popandemicznym ożywieniem. Od początku roku ceny gazu wzrosły o 368%, do czego przyczyniła się mieszanka kilku czynników – silne ożywienie gospodarcze, ograniczona podaż rosyjskiego surowca, niski poziom zapasów gazu w Europie oraz konieczność ich uzupełnienia w relatywnie krótkim czasie przed zbliżającą się zimą. Z kolei ceny paliw na stacjach benzynowych są obecnie o 31% wyższe niż na koniec ubiegłego roku.
- Wzrost cen gazu przyczynia się do wzrostu kosztów produkcji. W skali „makro” wpływ rosnących cen energii powinien być ograniczony, ponieważ wydatki na energię stanowią mniej niż 2% kosztów produkcji w Polsce (wielkość porównywalna z wartościami dla UE).
- Niemniej dla niektórych sektorów charakteryzujących się największą energochłonnością zmiany te mogą mieć zdecydowanie poważniejsze konsekwencje. Najbardziej wrażliwe na wzrost cen energii są firmy z branży produkcji cementu, chemicznej, produkcji energii oraz firmy transportowe.
- Gdyby obecny szok energetyczny okazał się trwały, zwiększyłby ryzyko materializacji scenariusza stagflacyjnego, a więc takiego, w którym wysokiej inflacji towarzyszy głębsze spowolnienie gospodarcze.

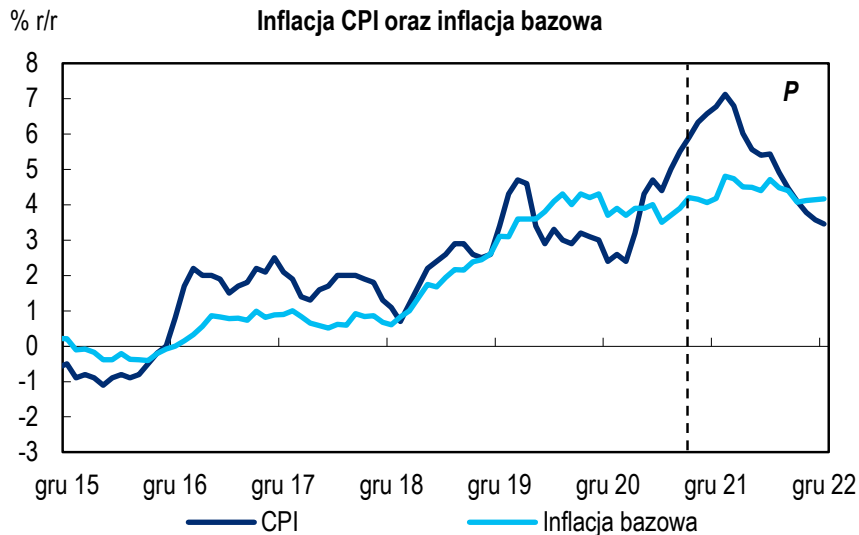
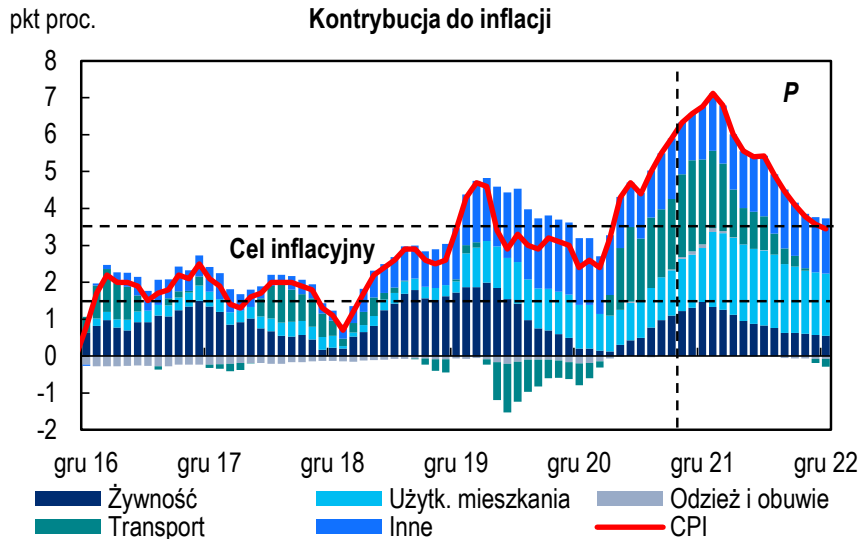
Gospodarka globalna



Spowolnienie w Chinach

- W Europie oraz USA wzrasta ryzyko stagflacji, jednak na tę chwilę zdecydowanie bardziej zauważalnym problemem jest narastająca presja inflacyjna, niż ryzyka dla aktywności gospodarczej.
- Naszym zdaniem globalny wzrost prawdopodobnie stoi w obliczu większego zagrożenia spowolnieniem w Chinach niż w USA.
- Tempo wzrostu PKB w III kwartale br. w Chinach było najniższe od co najmniej 30 lat. Ponadto, nadal nie jest pewne, jaki wpływ na aktywność gospodarczą będą miały niedobory energii. Dotknęły one około 20 prowincji, które w sumie odpowiadają za 2/3 PKB. Na dodatek, rząd chiński zdaje się być zdeterminowany, by zmniejszyć zależność wzrostu gospodarczego od inwestycji w nieruchomości, które mają dużą rolę w generowaniu PKB i wspieraniu zatrudnienia.
- Biorąc pod uwagę, że Chiny są głównym kierunkiem eksportu dla krajów, które wytwarzają prawie 60% światowego PKB, bardziej zdecydowane i trwałe spowolnienie w Chinach może znacząco uderzyć w przemysł w Europie i USA oraz pośrednio w Polsce.
- W efekcie prognozy Citi dla globalnego wzrostu zostały obniżone do 5,7% na 2021 i do 4,2% na 2022. Nasza prognoza globalnej inflacji na 2021 pozostaje bez zmian na poziomie 3,2%, ale podnieśliśmy prognozę na 2022 do 3,3%.

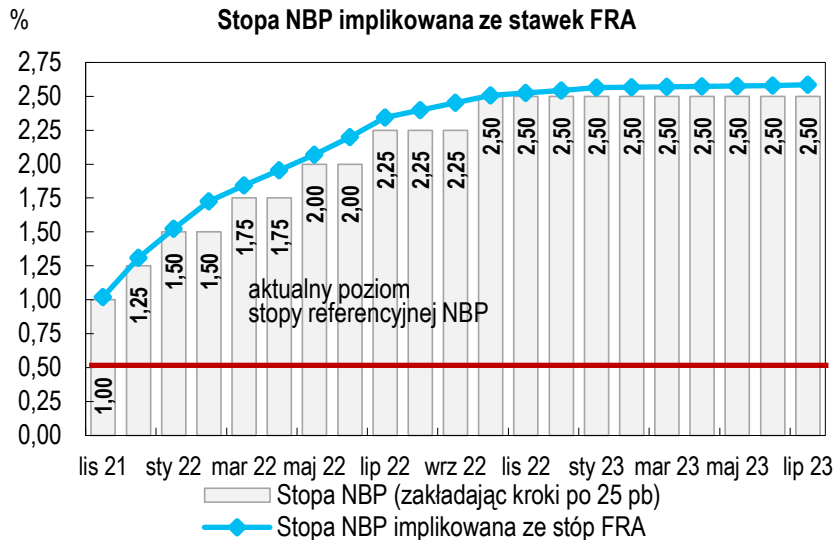
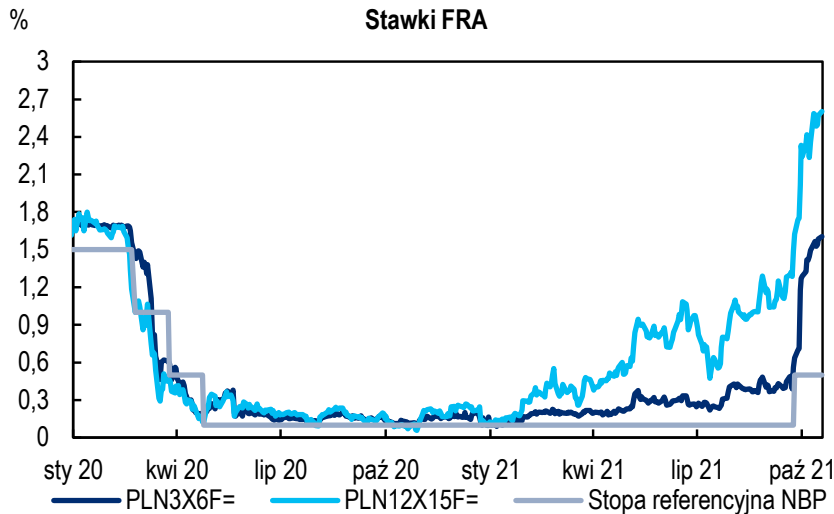
Inflacja



Następny przystanek: 7%

- We wrześniu inflacja wzrosła z 5,5 do 5,9% r/r, po raz kolejny oddalając się od i tak odległego celu inflacyjnego (2,5%). Podwyżki cen energii w ostatnich miesiącach pchały inflację w górę, ale dane wrześniowe wskazują, że nie można presji cenowej sprowadzić tylko do drożejącego gazu i paliw. Inflacja bazowa, która pomija zarówno ceny żywności, jak i energii, wzrosła bowiem do poziomu 4,2%.
- Oczekujemy, że trend wzrostowy będzie kontynuowany przynajmniej do stycznia, gdy wskaźnik CPI może nieco przekroczyć 7%. Dokładna skala wzrostu inflacji będzie uzależniona od nieznanych jeszcze ale bardzo prawdopodobnych podwyżek cen energii. Nie jest wykluczone, że szczyt inflacji może być odnotowany nawet na wyższym poziomie.
- Po I kw. 2022 inflacja zapewne wyhamuje, głównie za sprawą bardzo silnych efektów statystycznych. Efekty bazy związane z transportem oraz tymi kategoriami usług, na które najsilniej wpłynęły pandemiczne ograniczenia, odejmą naszym zdaniem od inflacji około 2 punkty procentowe. Inflacja bazowa, która jest w mniejszym stopniu pod wpływem efektów bazy, najprawdopodobniej pozostanie w okolicach 4% przez cały 2022 rok. Z tego punktu widzenia trudno obecną presję cenową uznać za przejściową.

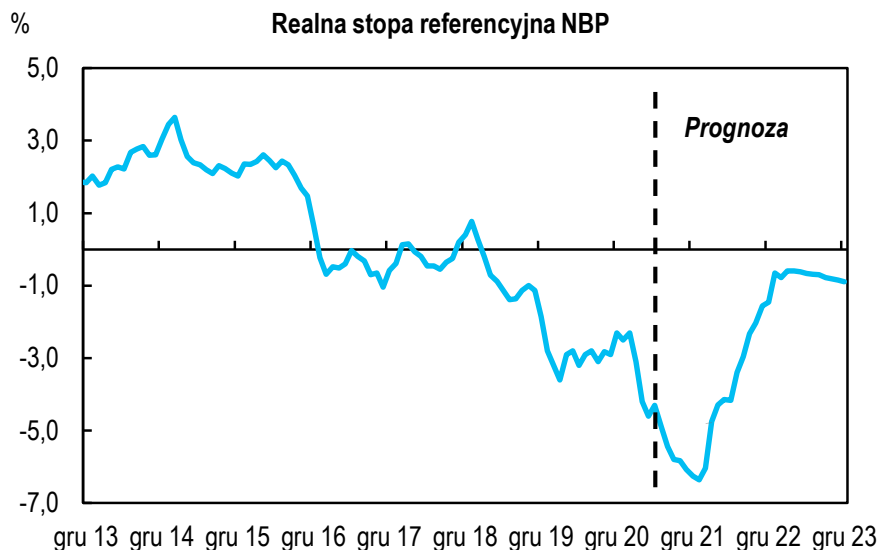
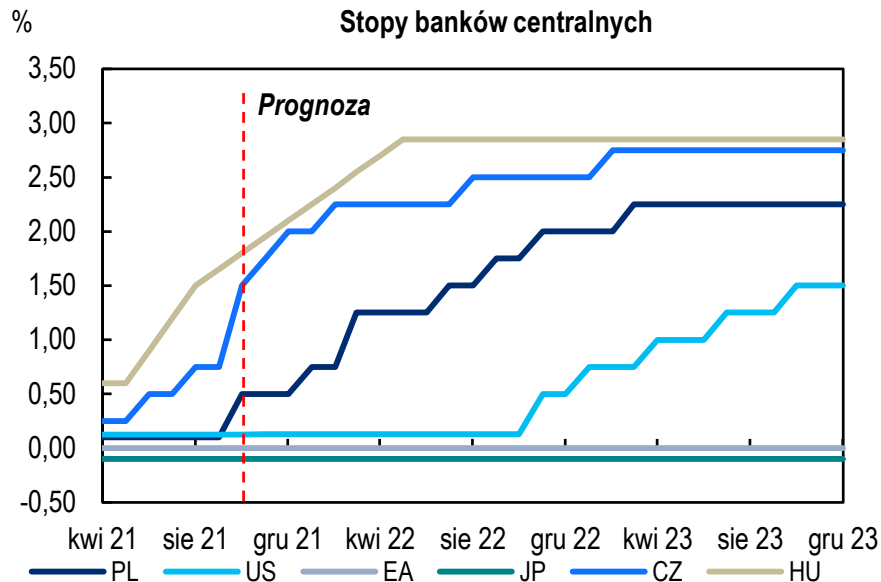
Polityka pieniężna



Stopy w górę

- W październiku Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopę referencyjną do 0,5% (z 0,1%). Decyzja, a konkretnie moment jej podjęcia był niespodzianką dla uczestników rynku, ponieważ jeszcze we wrześniu przedstawiciele RPP bardzo sugestywnie przekonywali, że podnoszenie stóp w obliczu szoku podażowego (wyższe ceny energii) byłoby błędem.
- Chociaż członkowie Rady starają się przedstawić podwyżkę jako ruch wyprzedzający, który pozwala odłożyć w czasie konieczność kolejnych podwyżek, uczestnicy rynków finansowych nie dają wiary tym argumentom. Rynek kontraktów FRA wycenia bowiem scenariusz, w którym do kolejnej podwyżki dochodzi już w listopadzie.
- Naszym zdaniem trudno wykluczyć taki scenariusz, skoro szef banku centralnego po październikowej decyzji sam wyraźnie zaznaczył, że celem RPP było zaskoczenie obserwatorów. W takiej sytuacji uczestnicy rynku do swych „oczekiwań” doliczają dodatkową premię, starając się dopuszczać możliwość kolejnych niespodzianek.
- Biorąc pod uwagę specyficzny sposób sygnalizowania swych intencji przez RPP, naszym zdaniem łatwiej wskazać docelowy poziom stóp procentowych niż ich konkretną ścieżkę. Spodziewamy się, że do końca przyszłego roku stopa referencyjna może sięgnąć nawet 2%, a do 2023 roku osiągnie przynajmniej 2,25%.

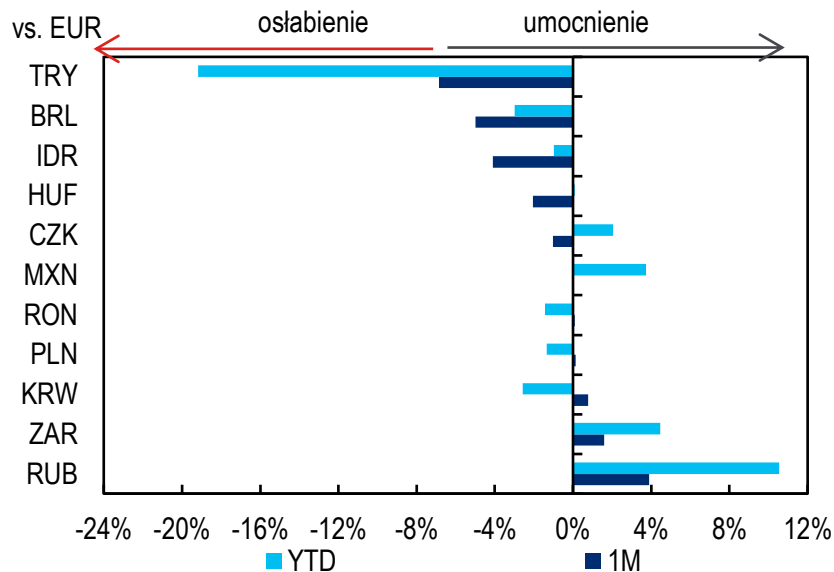
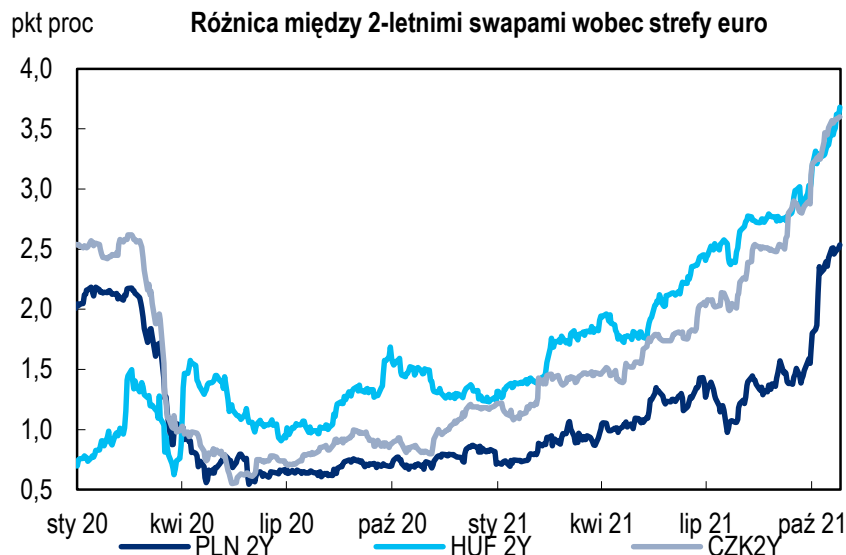
Polityka pieniężna



Czy 2,25% to nie za dużo?

- Nasza prognoza zakładająca wzrost stopy referencyjnej powyżej 2% jest wyższa od prognoz innych banków (większość prognoz o których wiemy oscyluje w pobliżu 1,5%), choć jest zbliżona do scenariusza wycenianego przez rynek FRA. Jest kilka powodów dla których oczekujemy większego zacieśnienia monetarnego niż konsensus.
- Po pierwsze stopy procentowe były już na poziomie 1,5% przed pandemią i wtedy były one uważane za wyjątkowo niskie w obliczu 4,5% inflacji. Obecnie inflacja jest zdecydowanie wyższa. Do tego sytuacja na rynku pracy jest porównywalna do tej sprzed pandemii, a firmy zgłaszają poważne problemy ze znalezieniem pracowników.
- Po drugie, stopy procentowe w innych krajach regionu są już na poziomie przynajmniej 1,5%, a swój cykl mają zakończyć w pobliżu 3%. Stopa NBP nie musi dokładnie podążać za stopami w Czechach lub na Węgrzech, ale trwałe utrzymywanie bardzo szerokiego spreadu wydaje się mało prawdopodobne.
- Wreszcie, nawet jeżeli inflacja szybko powróci do celu inflacyjnego, stopa referencyjna na poziomie 1,5% wciąż implikowałaby głęboko ujemne realne stopy procentowe, co jest nieadekwatną kombinacją parametrów polityki pieniężnej w przypadku gospodarki rosnącej w tempie 4-5%. Biorąc pod uwagę powyższe argumenty, oczekujemy, że stopa referencyjna NBP ostatecznie przekroczy 2%.

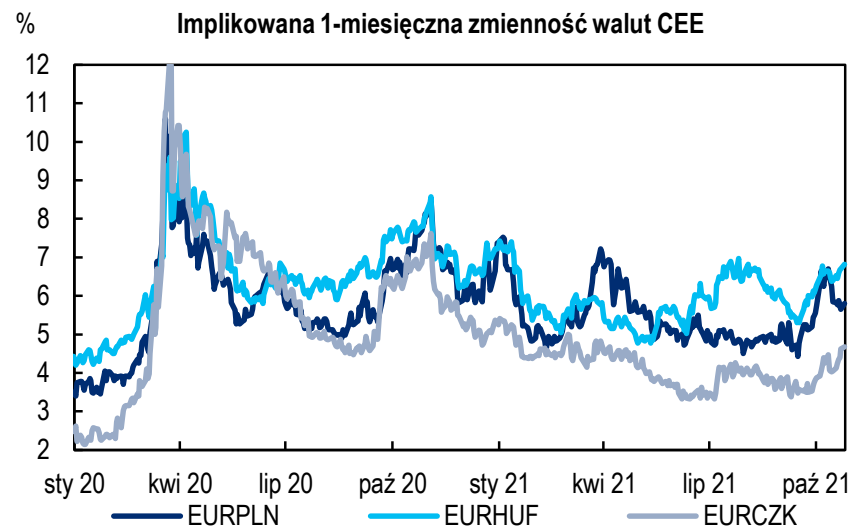
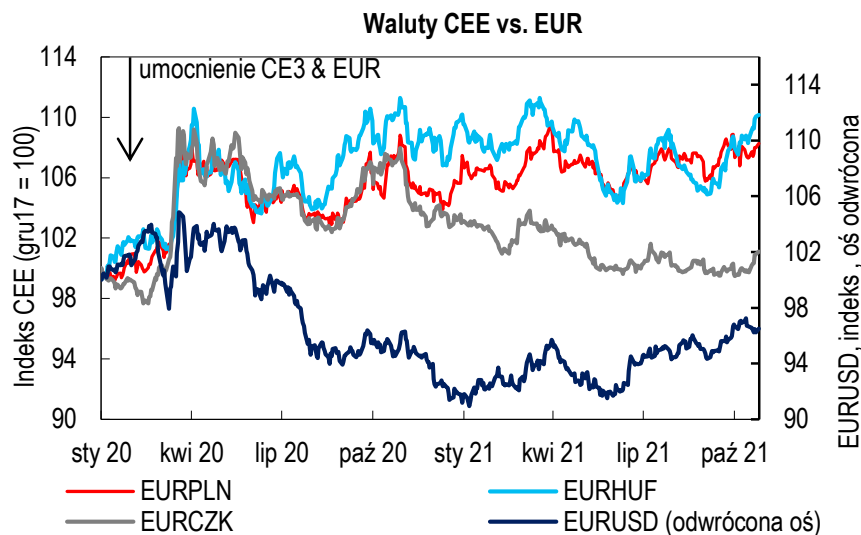
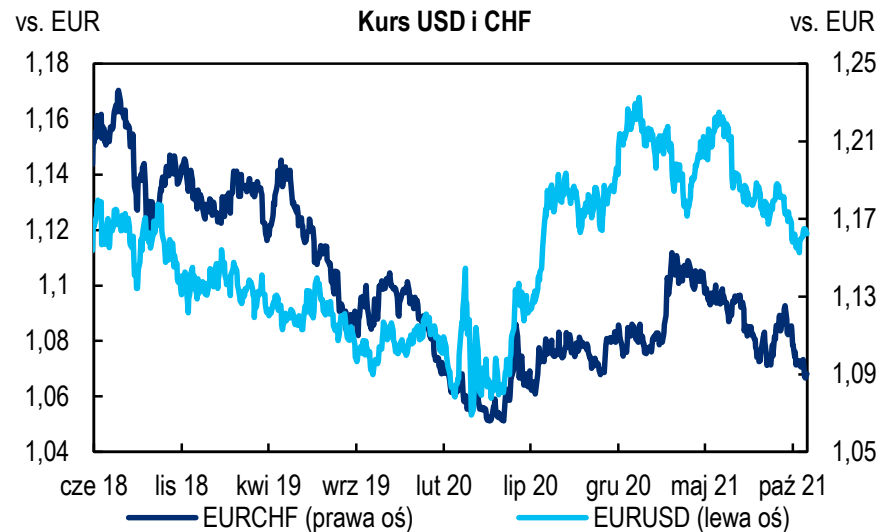
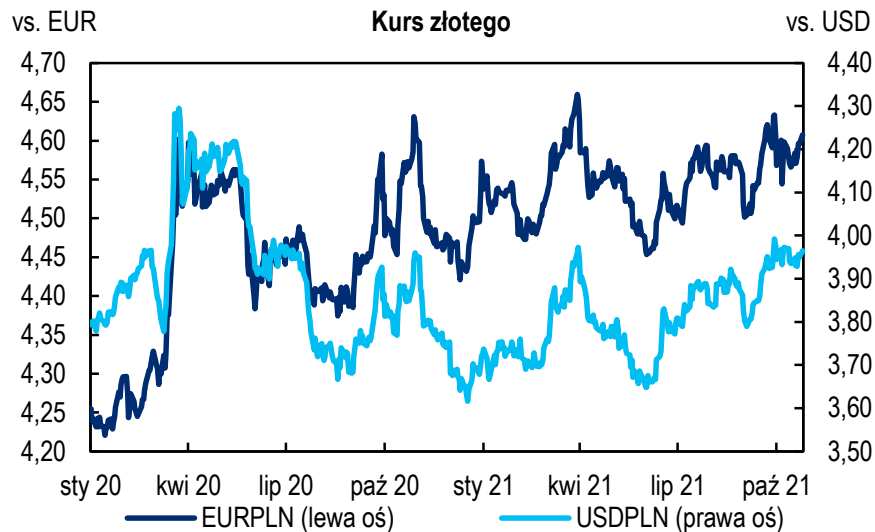
Rynek walutowy



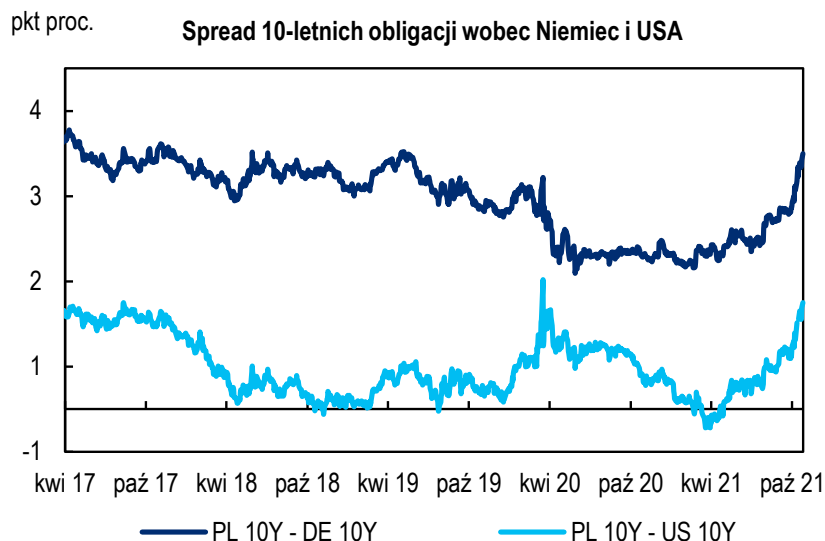
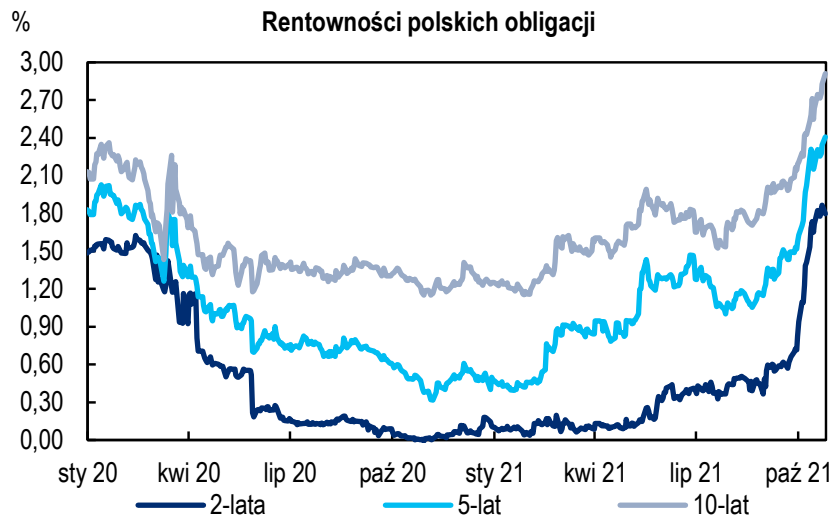
Rynek walutowy pod wpływem stóp

- W ostatnim miesiącu złoty był jedną z lepiej zachowujących się walut gospodarek wschodzących wobec euro. W dużym stopniu wpływ na waluty w ostatnim miesiącu miały zmiany stóp procentowych i to te nieoczekiwane. Według wypowiedzi prezesa NBP intencją RPP było zaskoczenie rynku i to się udało na tyle, że oczekiwania rynku na dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej wzrosły znacznie bardziej niż w krajach regionu. W rezultacie złoty zachowywał się lepiej od CZK i HUF pomimo podwyżek stóp także w Czechach oraz na Węgrzech. Podwyżką stóp zaskoczył też Bank Rosji, a obniżką Bank Turcji.
- Biorąc pod uwagę, że rynek dosyć agresywnie wycenia podwyżki jeszcze w tym roku, a my kolejnego ruchu ze strony RPP spodziewamy się dopiero w 2022 r. sądzimy, że złoty może zachowywać się relatywnie słabiej w najbliższych tygodniach (o ile Rada rzeczywiście wstrzyma się z kolejną podwyżką w listopadzie). Dodatkowym czynnikiem ryzyka, który prawdopodobnie nie jest w pełni wyceniony przez rynek, jest wzrost napięcia z UE i związana z tym możliwość opóźnień wypłaty środków unijnych. Utrzymaniu złotego na słabych poziomach może sprzyjać stopniowe pogarszanie salda obrotów bieżących oraz niski EURUSD.
- Oczekujemy stopniowego umocnienia złotego w 2022 r.

Rynek walutowy



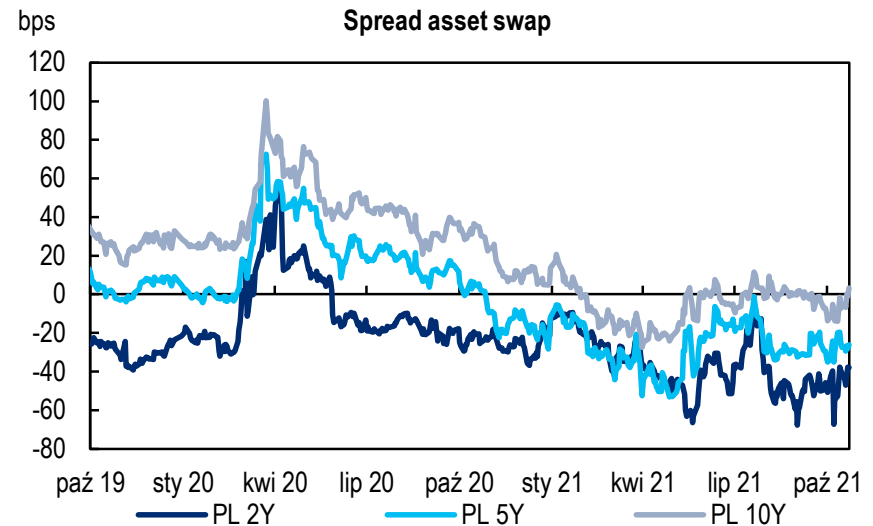
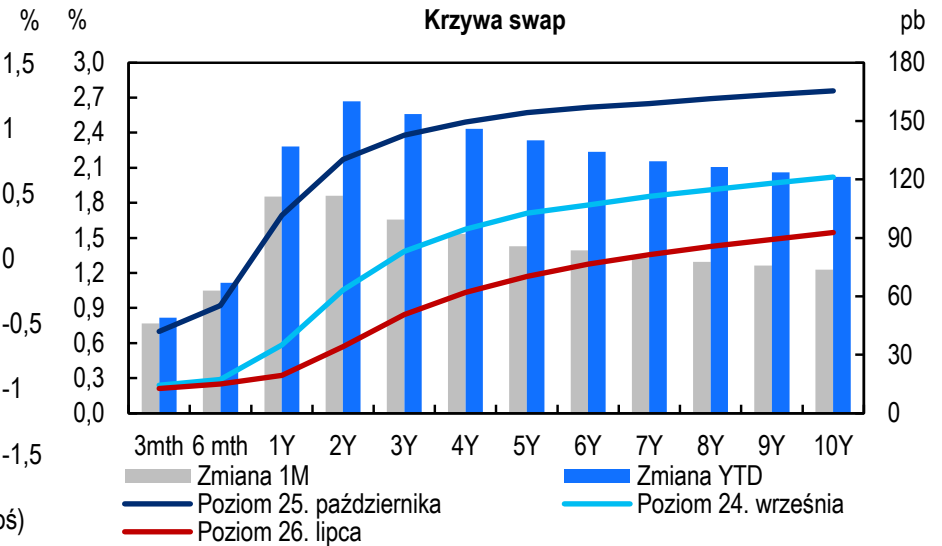
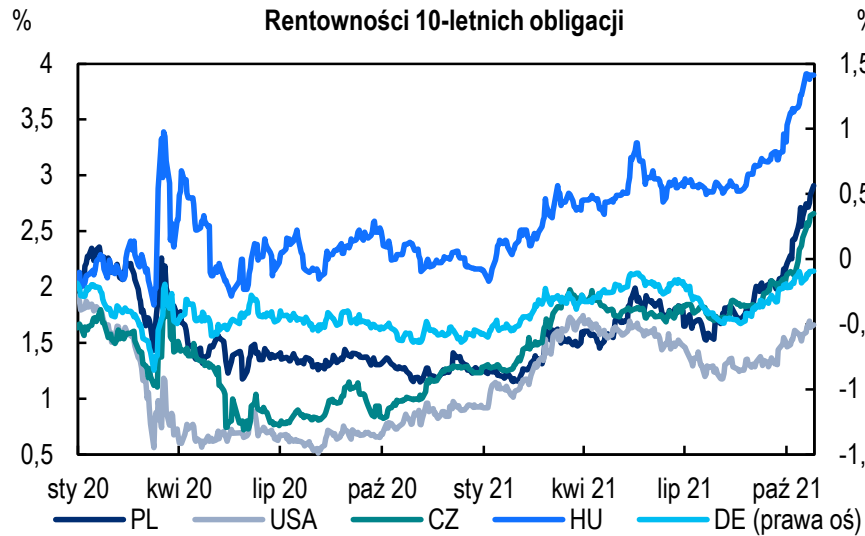
Rynek stopy procentowej



Wyższe stopy i wypłaszczenie krzywych

- Kolejny wyższy od oczekiwań odczyt inflacji, szybka zmiana retoryki (*minutes*, wywiady członków RPP) oraz zaskakująca podwyżka stóp procentowych w październiku doprowadziły do znacznego wzrostu stóp rynkowych.
- Rentowności obligacji i stopy swap wzrosły w ciągu miesiąca o ok. 80 pb na długim końcu krzywych i ok. 120 pb na krótszym końcu, przy niewielkiej zmianie spreadu kredytowego asset swap.
- Wzrostom stóp rynkowych sprzyjał także analogiczny ruch na rynkach bazowych. W związku z tym, że rentowności w USA i Niemczech rosły jednak znacznie wolniej, doszło do wzrostu spreadów do najwyższych poziomów od 2019 i początku 2020 r.
- Oczekujemy dalszego wzrostu rentowności 10-letnich w USA do 2%, co przy wstrzymaniu się przez RPP z podwyżkami do 2022 r. może prowadzić do spadku spreadu wobec USA w kolejnych tygodniach. Jednak sądzimy, że przestrzeń do jego dalszego rozszerzenia jest spora w przyszłym roku przy oczekiwanym dalszym wzroście stóp w Polsce.
- Kolejne tygodnie mogą przynieść ponowne przejściowe wystromienie krzywej, ale w dłuższym horyzoncie (przyszły rok) oczekujemy dalszego wypłaszczania się krzywej rentowności.
- Bardzo dobra sytuacja fiskalna powinna wspierać stabilizację spreadów kredytowych na niskich poziomach.

Rynek stopy procentowej



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2020				2021								
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5,7	1,0	5,4	11,1	0,7	2,5	18,6	44,2	29,7	18,1	9,5	13,0	8,8
Produkcja przemysłowa (% m/m)	15,3	3,1	-1,6	-4,5	-5,4	4,0	18,2	-9,4	-0,9	3,8	-4,2	-2,7	11,0
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	7,1	1,6	7,2	12,7	0,5	2,5	20,6	50,2	32,2	19,2	9,4	13,1	7,9
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-9,8	-5,8	-4,9	3,4	-10,1	-16,9	-10,8	-4,2	4,7	4,5	3,2	10,2	4,3
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	2,5	-2,3	-5,3	-0,8	-6,0	-3,1	15,2	21,1	13,9	8,6	3,9	5,4	5,1
Stopa bezrobocia (%)	6,1	6,1	6,1	6,2	6,5	6,5	6,4	6,3	6,1	5,9	5,8	5,8	5,6
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3,2	3,1	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9
Inflacja (% m/m)	0,2	0,1	0,1	0,1	1,3	0,5	1,0	0,8	0,3	0,1	0,4	0,3	0,7
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1,4	-0,4	-0,2	0,1	1,0	2,2	4,2	5,5	6,6	7,2	8,4	9,6	10,2
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,3	0,5	0,0	0,3	1,0	1,0	1,6	0,7	0,9	0,9	1,5	0,7	0,7
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	5,6	4,7	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	1.417	1.550	1.298	751	2.034	652	71	1.269	-531	-378	-1.551	-1.686	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	2,6	2,8	2,8	2,9	2,8	2,7	2,7	2,8	2,4	1,7	1,4	0,9	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	1572	1993	2212	587	1286	736	694	1362	121	714	-761	-1413	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	21865	23425	23574	20196	20089	21428	24703	23450	22596	23654	22466	21775	-
Eksport (% r/r)	8,3	5,8	12,4	17,0	1,0	5,6	27,7	68,6	40,5	22,7	13,1	19,4	-
Import f.o.b. (mln EUR)	20293	21432	21362	19609	18803	20692	24009	22088	22475	22940	23227	23188	-
Import (% r/r)	3,8	-2,4	6,2	14,6	-3,7	6,0	23,6	58,3	52,4	34,7	21,5	32,9	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2020				2021								
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	17,0	17,0	16,1	16,4	16,8	16,3	14,4	11,2	9,0	7,4	8,8	9,1	8,6
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10,4	10,5	9,5	10,9	10,8	10,8	10,1	9,4	6,9	6,4	6,7	7,0	6,9
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	29,6	26,5	25,0	19,0	20,1	21,2	20,4	15,2	10,6	4,8	7,6	7,9	6,9
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2,7	3,6	2,6	2,9	2,1	1,4	1,1	1,4	2,4	2,9	4,0	4,2	4,3
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-3,9	-3,2	-4,5	-4,9	-5,0	-5,2	-8,4	-7,5	-5,2	-4,7	-1,9	-1,5	-0,2
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	0,22	0,22	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,22	0,23
WIBOR 3M (koniec okresu)	0,22	0,22	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,23	0,23
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	0,09	0,10	0,04	0,05	0,01	-0,01	0,04	-0,01	0,09	0,08	0,02	0,01	0,16
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	0,09	0,01	0,05	0,10	0,06	0,16	0,09	0,11	0,31	0,39	0,45	0,49	0,82
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	0,61	0,38	0,49	0,47	0,46	0,88	0,84	0,95	1,28	1,28	1,08	1,20	1,57
EUR/PLN (koniec okresu)	4,53	4,62	4,48	4,61	4,54	4,52	4,66	4,57	4,48	4,52	4,57	4,54	4,63
USD/PLN (koniec okresu)	3,87	3,96	3,74	3,76	3,75	3,72	3,97	3,77	3,67	3,80	3,84	3,84	3,99
EUR/USD (koniec okresu)	1,17	1,17	1,20	1,23	1,21	1,21	1,17	1,21	1,22	1,19	1,19	1,18	1,16
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	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)*	12,6%	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	598	653	698
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.572	2.827
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.113	18.314
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	5,7	5,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,0	4,7
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	5,8	6,5
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	4,6	5,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	5,9
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	12,9	8,0
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	17,1	9,7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	6,8	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,8	5,0
Place 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	0,50	2,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	1,10	2,36
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	2,90	3,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,77	4,04	4,03
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,94	4,05
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,65	4,53
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,60	4,57

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	2,8	17,5	5,0	1,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	0,8	0,3
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,1	8,9	10,5
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	325,2	385,4
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	316,3	374,9
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	27,5	30,4
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-28,1	-35,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-4,8	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-3,6	-1,8
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)	-2,5	5,0	4,7	4,4	3,8	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	3,4	4,8	5,0	2,9	2,6	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2,9	0,8	0,3	0,2	0,0	0,2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0,10	0,50	2,00	2,25	2,25	2,25
USD/PLN (Koniec okresu)	3,77	4,04	4,03	3,91	3,66	3,43
USD/PLN (Średnia)	3,89	3,94	4,05	3,99	3,78	3,54
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,61	4,65	4,53	4,44	4,41	4,38
EUR/PLN (Średnia)	4,44	4,60	4,57	4,48	4,43	4,39



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.