

CitiMonthly

Powolny powrót do normalności

- O tym, jakim rokiem będzie 2021 w znacznym stopniu zdecydują zmiany sytuacji epidemicznej.
- Program szczepień będzie wprowadzany stopniowo, a dotychczasowe plany sugerują, że sam w sobie może nie wystarczyć do uzyskania odporności zbiorowej w 2021 roku. Niemniej biorąc pod uwagę bardzo dużą grupę osób, które przeszły COVID i w związku z tym mogły już nabrać odporności, szczepienia dają szansę na powrót do „normalnej” aktywności w ostatnim kwartale br.
- W rzeczywistości oznaki ożywienia konsumpcji powinny pojawić się wcześniej (w II i III kwartale), gdy lepsze warunki pogodowe pozwolą na wzrost mobilności. Na istotne odbicie inwestycji prawdopodobnie będzie trzeba poczekać nieco dłużej.
- Deficyt sektora rządowego i samorządowego wyraźnie spadnie w 2021 roku, ale mimo to polityka fiskalna będzie wciąż wsparciem dla wzrostu gospodarczego.
- Polska stopniowo będzie „wyrastać” z długu – redukcja zadłużenia będzie głównie następować dzięki wysokiej dynamice nominalnego PKB. Pomimo znacznego wzrostu, poziom długu publicznego wydaje się pozostawać na bezpiecznym poziomie.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

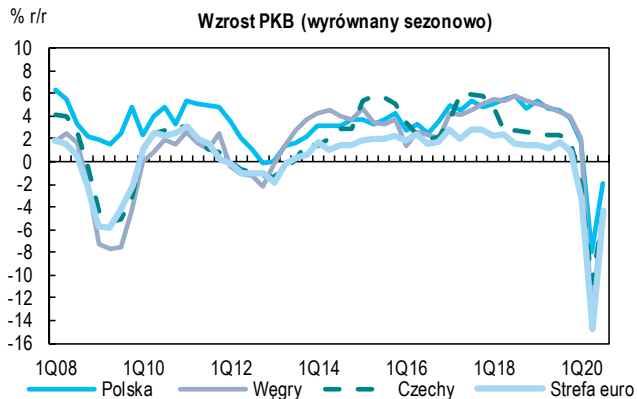
Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	III kw.20R	IV kw.20P	I kw.21P	II kw.21P	III kw.21P	IV kw.21P
PKB (% r/r)	-1,5	-5,8	-3,2	8,9	2,1	7,9
Inwestycje (% r/r, śr.)	-9,0	-11,3	-11,5	1,5	0,3	7,6
Konsumpcja prywatna (% r/r, śr.)	0,4	-5,9	-2,1	13,4	0,8	7,5
Inflacja (% r/r, średnia)	3,0	2,9	2,0	2,5	2,4	2,6
Stopa bezrobocia (%)	6,1	6,4	6,8	6,3	6,3	6,7
Stopa ref. NBP (%)	0,1	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
EURPLN	4,43	4,43	4,43	4,43	4,40	4,38
USDPLN	3,66	3,66	3,66	3,63	3,58	3,53
Rentown. obligacji 10L (%)	1,31	1,38	1,45	1,55	1,65	1,75
EURUSD	1,17	1,19	1,21	1,22	1,23	1,24
Stopa Fed (%)	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25
Stopa depozytowa EBC (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy składowych PKB i inflacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 10.12.2020 r.; R – realizacja, P-prognoza

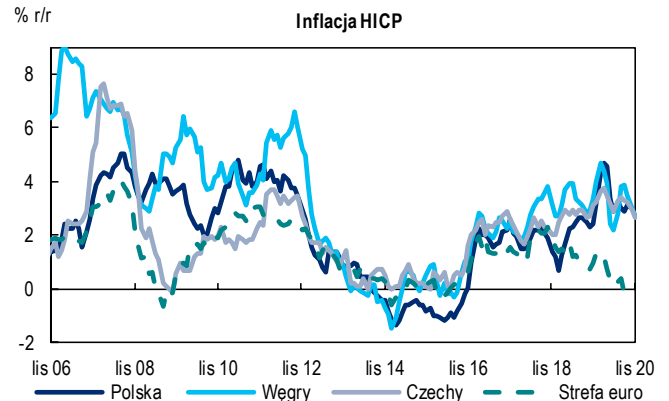
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



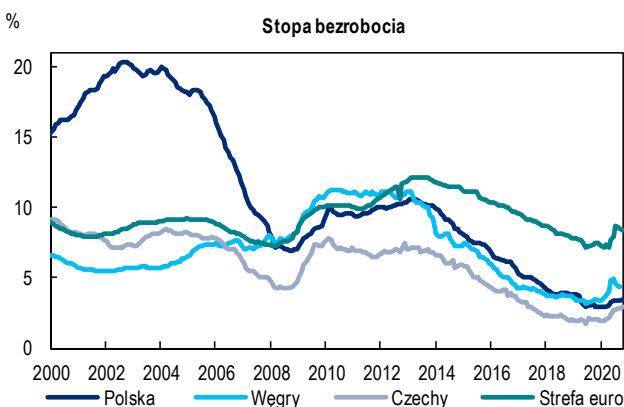
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



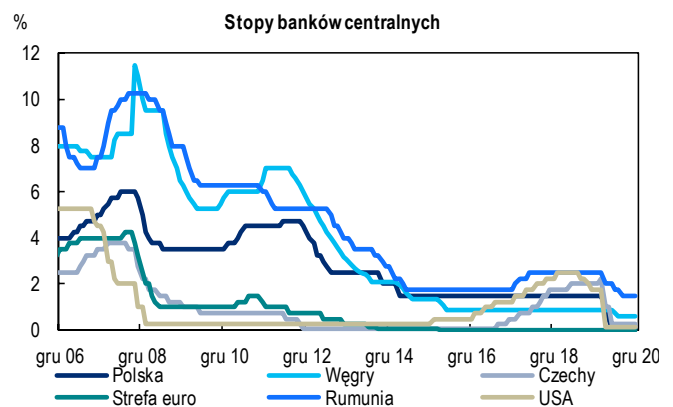
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



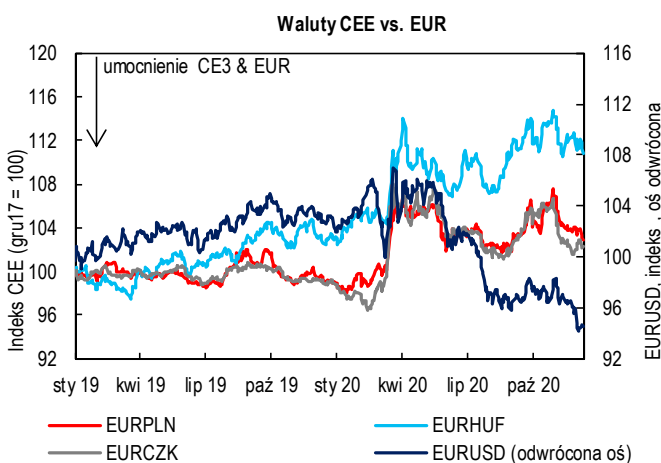
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



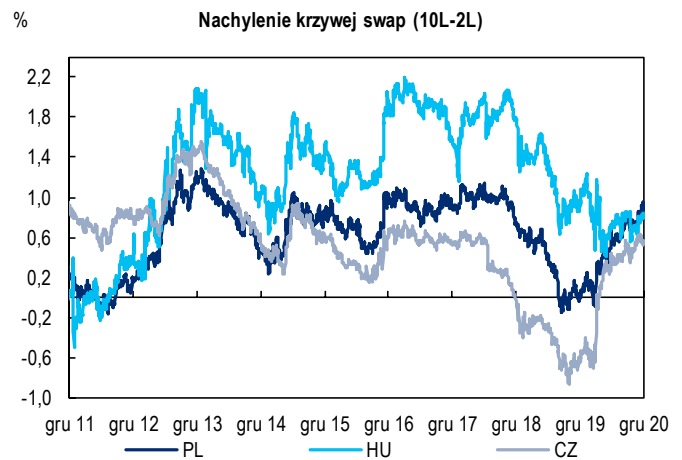
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 6. Nachylenie krzywej swap (10 lat - 2 lata)



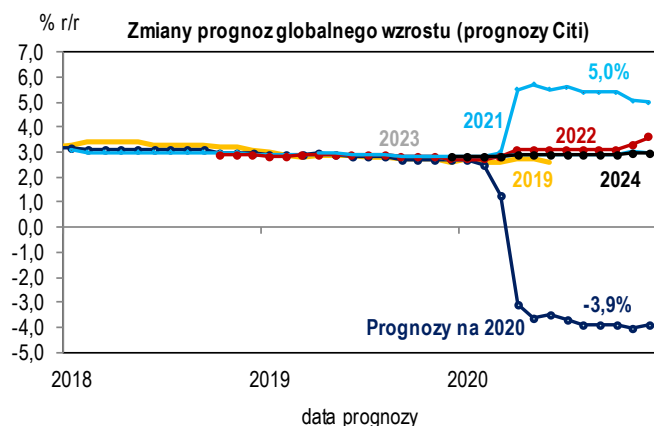
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Perspektywy globalne

Za naszym scenariuszem dla Polski stoją następujące założenia makroekonomiczne dotyczące zagranicy:

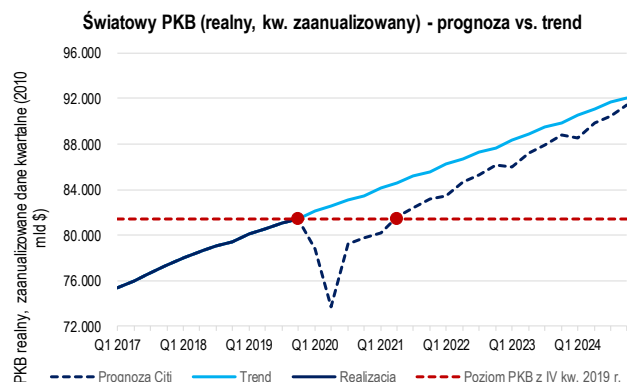
- Światowy wzrost gospodarczy w 2021 r. wyniesie około 5,0%, wobec spadku o 3,9% w 2020 r. Na ten wynik złoży się zarówno poprawa w gospodarkach rozwiniętych, jak rozwijających się (Tabela 2).
- Szybko opracowane i dostarczone na szeroką skalę szczepionki, efektywne programy szczepień i większa skłonność do szczepień ze strony społeczeństw mogłyby dodatkowo podnieść tempo wzrostu na świecie (nawet ponad 7%).
- Brak możliwości nadrobienia straconych dochodów będzie w 2021 r. wyzwaniem dla firm i pracowników sektora usług. Plany inwestycyjne przedsiębiorstw rysują się optymistycznie w USA i w Chinach, ale słabiej w innych regionach, szczególnie w I poł. roku. Sytuacja w międzynarodowym handlu będzie się stopniowo poprawiać.
- Wyceny aktywów finansowych na rynkach międzynarodowych są wysokie w porównaniu do wyników realnej gospodarki. Efekt bazy w danych o aktywności w II kw., niespodzianki inflacyjne, zmiany w programach skupu aktywów przez banki centralne i zmiany kursu dolara mogą przyczyniać się do wzrostu zmienności na rynkach finansowych.
- Oczekujemy stabilizacji stóp procentowych w USA (stopa Fed Funds w przedziale 0-0,25%) oraz w strefie euro (stopa depozytowa -0,5%). EBC zwiększył skup aktywów pod koniec 2020 r., natomiast Fed może stopniowo zmniejszać skalę skupu obligacji w II poł. 2021 r.
- Inflacja na świecie prawdopodobnie wzrośnie w przyszłym roku, jednak w większym stopniu przez efekty bazy niż czynniki popytowe. Mimo to jej wzrost może mieć przełożenie na rynki finansowe.
- Polityka fiskalna nadal będzie wspierać wzrost, ale w mniejszym stopniu niż w 2020 r. Wzrost długu rządowego nie powinien stanowić problemu, chyba że inflacja zaskakiwałaby wyraźnie w górę, a banki centralne zaostrzyłyby politykę pieniężną.

Wykres 7. Rewizje prognoz na 2021 r. w dół i na 2022 r. w górę.



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 8. Globalny PKB wróci do poziomu sprzed kryzysu w II kw. 2021 r. głównie za sprawą Chin, ale powrót do trendu zajmie znacznie dłużej



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Tabela 2. Prognozy globalne

	PKB			CPI			Stopy banku centralnego			Bilans obrotów bieżących			Saldo fiskalne			Dług		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Świat	-3,9	5,0	3,6	2,0	2,2	2,4	1,7	1,6	1,6	0,5	0,6	0,4	-10,7	-5,9	-4,0	100,4	104,3	103,0
Kraje rozwinięte	-5,3	4,1	2,8	0,7	1,3	1,7	0,3	0,1	0,1	-0,2	0,0	-0,2	-13,9	-7,2	-4,4	125,5	131,5	129,4
USA	-3,4	5,1	1,6	1,2	1,9	2,0	0,5	0,3	0,3	-2,6	-2,5	-2,7	-16,9	-8,0	-5,4	126,0	132,0	130,0
Japonia	-5,1	2,0	2,3	0,1	-0,3	0,6	-0,1	-0,1	-0,1	3,1	3,3	3,2	-18,0	-10,0	-4,0	270,0	274,0	274,0
strefa euro	-7,3	3,6	4,3	0,2	0,7	1,3	0,0	0,0	0,0	1,7	2,5	2,5	-8,3	-5,1	-3,2	98,8	98,4	96,5
Niemcy	-5,7	2,4	5,0	0,4	1,8	1,0				7,9	8,4	8,9	-6,7	-4,8	-2,5	74,4	75,7	73,6
Francja	-9,0	5,8	3,8	0,5	0,9	1,1				-2,3	-1,3	-1,2	-9,9	-7,2	-4,4	117,1	117,1	116,2
Włochy	-9,3	3,8	4,5	-0,2	0,2	1,0				2,6	2,5	2,4	-10,1	-7,9	-4,6	157,7	159,7	156,4
Hiszpania	-11,6	3,2	4,8	-0,4	0,7	1,5				-0,6	2,0	2,2	-11,0	-8,0	-5,0	118,9	119,9	119,2
Szwecja	-4,2	0,6	3,8	0,5	1,5	1,8	0,0	0,0	0,0	4,2	7,7	7,6	-4,7	-4,0	-1,2	43,3	46,3	44,9
Szwajcaria	-3,5	2,1	2,9	-0,7	0,1	0,5	-0,8	-0,8	-0,8	8,5	9,2	8,4	-6,0	-2,0	1,0	30,8	35,2	32,5
Wielka Brytania	-11,2	4,6	5,2	0,9	1,7	2,1	0,2	0,0	-0,1	-2,4	-4,6	-5,4	-19,6	-9,7	-6,2	102,5	109,9	109,9
Kraje rozwijające	-2,0	6,2	4,5	3,7	3,3	3,4	3,7	3,4	3,5	1,6	1,4	1,1	-6,4	-4,2	-3,5	66,9	69,3	70,3
Chiny	2,1	8,2	5,5	2,6	1,2	2,2	3,0	3,0	3,0	2,3	1,8	1,2	-3,6	-3,0	-2,8	90,0	93,5	93,7
Indie	-7,8	11,0	4,0	6,5	4,4	4,5	4,0	4,1	4,8	1,2	-0,3	-0,2	-12,0	-7,8	-6,9	91,2	87,9	89,2
Indonezja	-1,5	3,6	5,9	1,9	1,8	3,3	4,1	3,6	4,0	-0,6	-0,5	-1,4	-6,4	-5,9	-4,5			
Korea Płd.	-1,2	3,0	3,4	0,5	1,2	1,5	0,6	0,5	0,8	4,0	3,5	3,5	-4,7	-3,9	-4,3	45,6	49,8	53,6
Czechy	-7,0	3,9	5,5	3,2	2,2	2,0	0,7	0,3	0,6	2,2	-0,4	0,9	-7,4	-6,9	-4,1	38,8	43,5	44,6
Węgry	-6,3	3,5	4,7	3,3	3,7	3,5	0,7	0,6	0,7	-1,6	-1,3	-1,1	-8,5	-4,7	-2,9			
Polska	-3,5	3,7	5,3	3,4	2,4	3,2	0,4	0,1	0,2	3,4	2,3	0,8	-10,1	-6,0	-3,1	49,4	49,8	48,4
Rumunia	-5,3	4,7	4,1	2,6	2,3	2,7	1,7	1,3	1,6	-4,5	-4,0	-4,2	-9,1	-6,7	-5,0			
Rosja	-3,9	3,0	2,5	3,3	4,0	4,0	4,9	4,3	4,8	2,1	3,3	3,1	-4,0	1,2	0,8			
Turcja	0,9	3,2	3,4	12,2	14,2	9,8	11,0	16,8	12,9	-4,2	-3,2	-2,6	-5,0	-4,5	-3,6	40,8	40,0	40,5
RPA	-8,1	2,9	1,5	3,3	3,4	3,9	4,2	3,5	3,8	-0,9	-1,2	-1,5	-14,4	-12,6	-12,3	75,2	91,0	112,3
Brazylia	-5,1	3,0	2,0	3,1	4,8	3,6	2,8	2,0	3,0	-0,3	-0,3	-1,3	-16,8	-8,4	-7,9	94,5	95,9	98,7
Meksyk	-8,9	3,3	2,0	3,5	3,5	3,5	5,3	4,1	3,8	2,0	0,8	0,2	-5,0	-3,2	-3,4	61,3	58,9	59,0

Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

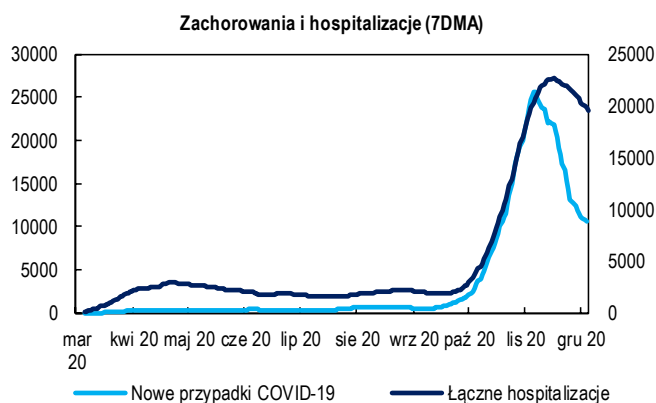
Perspektywy na 2021 r.

Pandemia wpłynęła na niemal każdy aspekt życia gospodarczego w mijającym roku. Praktycznie wszystkie prognozy, które były formułowane przełomie 2019 i 2020 r., szybko stały się nieaktualne. Nadchodzący rok może być zupełnie inny, ale i tak zmiany sytuacji epidemicznej oraz postępy w masowych szczepieniach zadecydują o tym, czy 2021 będzie okresem dynamicznego odbicia, czy powolnego wzrostu. Dlatego naszym zdaniem przed prezentacją prognoz kluczowe jest zarysowanie najważniejszych założeń dotyczących tych właśnie elementów.

Punkt startowy

Restrykcje, które zostały wprowadzone w Polsce w październiku i listopadzie skutecznie ograniczyły mobilność społeczną, a przez to utrudniły rozprzestrzenianie się wirusa. W tym świetle nie dziwi fakt, że od listopada notowany jest stopniowy spadek potwierdzonych przypadków COVID, a z pewnym opóźnieniem również spadek liczby hospitalizacji. W naszych prognozach przyjmujemy, że trend ten może być jeszcze kontynuowany w najbliższych tygodniach. Niemniej wielu epidemiologów wskazuje, że częstsze kontakty w okresie świątecznym oraz w okresie ferii zimowych mogą doprowadzić do ponownego pogorszenia się sytuacji epidemicznej. Efekt ten mógłby być wzmocniony, gdyby w drugiej połowie stycznia doszło do planowanego otwarcia szkół.

Wykres 9. Wprowadzone restrykcje pomagają stopniowo wyciszać drugą falę COVID...



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Citi Handlowy

Wykres 10. ... jednak odsetek pozytywnych testów pozostaje na wciąż bardzo wysokim poziomie



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Citi Handlowy

Istnieje bardzo duża niepewność co do rzeczywistego rozwoju epidemii w najbliższych tygodniach/miesiącach. Niemniej w świetle powyższych argumentów przyjmujemy, że najbardziej prawdopodobne są dwa scenariusze, które pod wieloma względami mają podobne implikacje dla aktywności gospodarczej. Pierwszy z nich zakłada, że ze względu na ewentualny wzrost przypadków COVID po świętach część restrykcji zostanie przedłużona (np. zamknięcie szkół oraz firm z branży rozrywkowej). Inne ograniczenia mogłyby być stopniowo znoszone, ale powrót do normalności byłby rozłożony w czasie. W drugim scenariuszu, gdyby doszło do znacznego złagodzenia restrykcji już w grudniu/styczniu, zapewne doprowadziłoby to do szybkiego wzrostu liczby przypadków COVID i po kilku tygodniach (w lutym lub na początku marca) konieczne byłoby ponowne

zaostrenie restrykcji antyepidemicznych. Innymi słowy, jeden ze scenariuszy zakłada dłuższe niż planowano obowiązywanie łagodnych restrykcji, a drugi zakłada naprzemienne znaczne łagodzenie restrykcji, po którym następuje ich silne zaostrenie. Oba scenariusze oznaczają, że konsumpcja w pierwszym kwartale przyszłego roku pozostanie wciąż ograniczona w porównaniu z poziomem sprzed pandemii. Słabość konsumpcji będzie dotyczyła przede wszystkim usług, podczas gdy wydatki na towary powinny pozostać w trendzie wzrostowym. Biorąc to wszystko pod uwagę zakładamy, że w I kwartale konsumpcja odrobi zaledwie około 1/3 strat z IV kwartału.

Cała nadzieja w szczepieniach

Szczepionka na COVID-19 może potencjalnie bardzo dużo zmienić w prognozach gospodarczych. Po pierwsze informacje o jej opracowaniu znacznie ograniczają niepewność dotyczącą przyszłych warunków działania firm. W przypadku wielu branż dostępność szczepionek powinna umożliwić powrót do normalności, „uwalniając” jednocześnie odkładane dotychczas projekty inwestycyjne. Również konsumenci znużeni lockdownem i wielomiesięczną niepewnością mogą znacznie zwiększyć wydatki na podróże i inne usługi, których dostępność była przez trzy kwartały ograniczona. Efekt uwolnionego popytu może być szczególnie istotny w przypadku konsumentów o „dużej niecierpliwości” i posiadających historycznie niską stopę oszczędności. Naszym zdaniem do tej grupy zaliczyć można „polskiego konsumenta”.

Tabela 2. Szczepionki zakupione przez Polskę w ramach unijnego mechanizmu zakupu szczepionek

Szczepionka	Liczba zakupionych sztuk (w mln)
Astra Zeneca	16.0
Johnson&Johnson	17.0
Pfizer/BioNTec	16.7
CureVac	5.7
Moderna	6.7
<u>Łącznie</u>	<u>62.1</u>

Źródło: Narodowy Program Szczepień (Grudzień 2020), Citi Handlowy. Uwaga: Większość dostępnych szczepionek wymaga podania dwóch dawek. Liczba zakupionych dawek powinna wystarczyć do zaszczepienia ponad 30 mln osób. Koszt zakupu szczepionek jest szacowany na ok. 2,4 mld zł, natomiast cały koszt programu szczepień na około 5-10 mld zł.

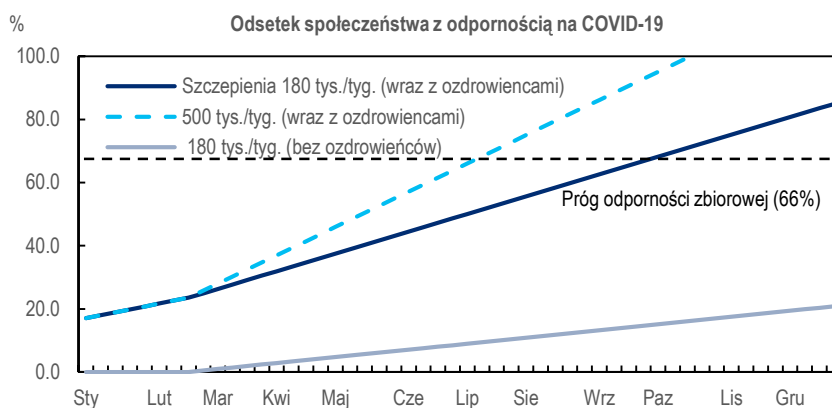
Z tego punktu widzenia kluczowe pytanie dotyczy tego, kiedy dostępność szczepionki pozwoli konsumentom na swobodne uczestnictwo w życiu społecznym i gospodarczym. Chociaż wielu komentatorów bardzo optymistycznie spodziewa się szybkich efektów, naszym zdaniem jest wiele powodów do ostrożności. Szanse na szybkie zaszczepienie takiej części społeczeństwa, która gwarantowałaby osiągnięcie odporności stadnej, są niewielkie.

Po pierwsze, przy współczynniku reprodukcji (R_0) szacowanym dla COVID-19 na poziomie 2,5, o odporności stadnej można mówić dopiero, gdy 60% społeczeństwa nabierze odporności. Dla szczepionek efektywnych w 90% oznacza to konieczność zaszczepienia ponad 66% społeczeństwa, aby osiągnąć wymagany próg. Tak wysoko postawiony cel wydaje się bardzo ambitny, szczególnie biorąc pod uwagę wyniki badań CBOS z początku grudnia. Wskazują one, że zaledwie 36% badanych zaszczepiłoby się

przeciw COVID-19. Z kolei blisko połowa (47%) nie wyraża takiego zamiaru. Można przypuszczać, że w miarę jak będzie rosła liczba zaszczepionych i nasili się kampania informacyjna, odsetek planujących szczepienie wzrośnie. Wyniki te pokazują jednak, że zakładanie szybkich i spektakularnych efektów w postaci powszechnego zaszczepienia opierają się na bardzo optymistycznych założeniach.

Po drugie, wstępne plany sugerowały, że szczepienia będą postępować bardzo powoli i tygodniowo mogą one obejmować około 180 tys. osób. W takim tempie do końca przyszłego roku możliwe byłoby zaszczepienie zaledwie 20% populacji¹. Ponadto, w pierwszej fazie szczepieniami ma zostać objęty głównie personel medyczny, a następnie seniorzy. Kolej osób najbardziej aktywnych zawodowo, nie znajdujących się jednak w grupach priorytetowych, przypadłaby zapewne dopiero w II/III kwartale. W praktyce sytuacja może wyglądać nieco lepiej, jeżeli przyjmie się szybsze tempo szczepień i weźmie się pod uwagę osoby, które przeszły już COVID i w związku z tym zapewne osiągnęły odporność. Ta ostatnia liczba jest nieznana. Niemniej biorąc pod uwagę szacunki epidemiologów wskazujące na rzeczywistą liczbę przypadków COVID kilkakrotnie przekraczającą liczbę potwierdzonych przypadków, można przyjmować, że obecnie ok. 5-6 mln osób przeszło COVID i może już posiadać odporność.

Wykres 11. Przyjmując planowaną liczbę szczepień na poziomie 180 tys./tydzień, nawet po uwzględnieniu osób, które przeszły COVID, zbiorowa odporność uda się osiągnąć najwcześniej około września



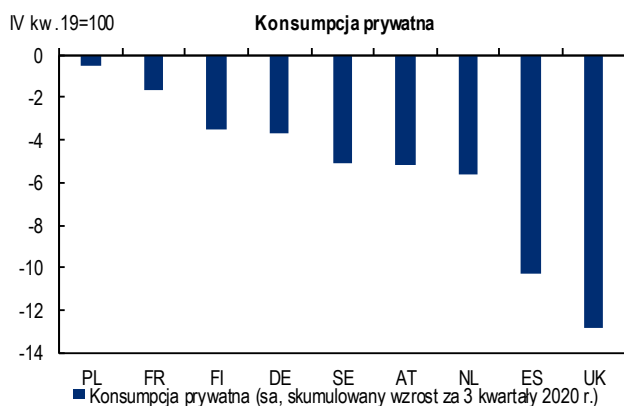
Źródło: Szacunki Citi Handlowy. Uwaga: w obliczeniach przyjęliśmy, że zaszczepiona osoba uzyskuje odporność tydzień po przyjęciu drugiej dawki (i około 5 tygodni od przyjęcia pierwszej). Dla uproszczenia przyjmujemy, że średnio dziennie w kolejnych miesiącach będzie stwierdzane 10 tys. przypadków COVID. Rzeczywista liczba osób z COVID oraz ozdrowieńców jest przyjęta na poziomie 5x wyższym niż to wynika z wykonanych testów.

Wykres 11 przedstawia naszą uproszczoną symulację odsetka osób, które mogłyby osiągnąć odporność w kolejnych tygodniach 2021 roku. W obliczeniach przyjmujemy kilka uproszczonych założeń: a) szczepionka jest podawana w dwóch dawkach w odstępie czterech tygodni, a odporność nabywana jest pięć tygodni od podania pierwszej dawki, b) dzienna liczba

¹ Przy tych wyliczeniach zakładamy, że szacunki rządowe na poziomie 180 tys. osób tygodniowo obejmują liczbę osób otrzymujących drugą dawkę. W praktyce oznacza to, że służba zdrowia musi mieć potencjał do szczepienia 360 tys. osób tygodniowo, aby innej grupie pacjentów równocześnie podać pierwszą dawkę szczepionki. W przeciwnym razie program szczepień postępowałby jeszcze wolniej.

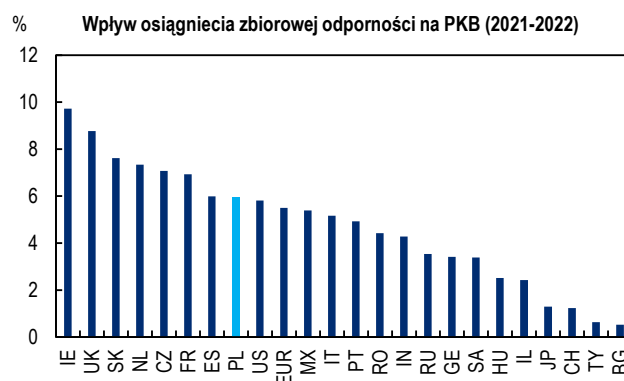
potwierdzonych przypadków utrzymuje się na stałym poziomie 10 tys. osób, c) rzeczywista liczba przypadków COVID jest pięciokrotnie wyższa. Przy takich założeniach zbiorową odporność można osiągnąć około września, a więc relatywnie późno w stosunku do obecnych oczekiwań. Nawet przyjmując, że tygodniowo drugą dawkę przyjmować będzie 500 tys. osób (co wraz z pierwszą dawką wymagałoby szczepienia miesięcznie 4 mln osób), próg odporności stadnej mógłby zostać osiągnięty dopiero w połowie roku. Powyższe szacunki zakładają, że grupy osób szczepionych oraz ozdrowieńców nie mają części wspólnej i mogą być łatwo dodawane. W rzeczywistości tak nie jest i przedstawione wyliczenia mogą być traktowane raczej jako przybliżenie najbardziej optymistycznego scenariusza.

Wykres 12. Silne odbicie konsumpcji w kraju w III kwartale pokazuje, że wzrost konsumpcji w 2021 może nastąpić jeszcze przed pełnym zaszczepieniem



Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 13. Skumulowana skala odbicia gospodarczego w 2021-2022 umożliwiona przez osiągnięcie odporności zbiorowej wydaje się bardzo wysoka



Źródło: Szacunki Citi Research. Uwaga: Wykres przedstawia szacunki wpływu, jaki normalizacja mobilności miałaby na wzrost PKB. Szacunki dotyczą skumulowanego efektu dla lat 2021-2022.

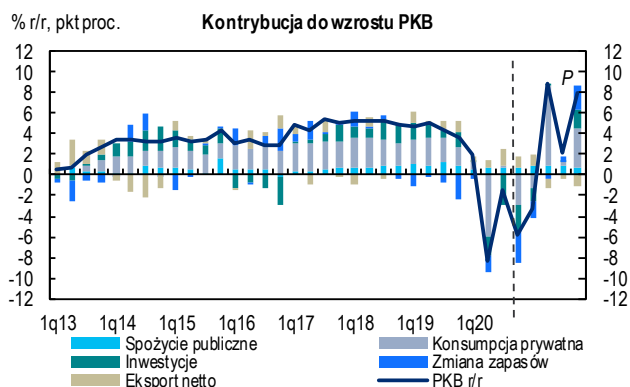
Silne ożywienie od II kwartału

Z punktu widzenia prognoz istotne jest to, że aktywność gospodarcza może zacząć poprawiać się jeszcze zanim liczba osób uodpornionych zbliży się do progu odporności zbiorowej. W szczególności dotyczy to konsumpcji. Co prawda odsetek osób z odpornością może być wciąż relatywnie niski, ale poprawa warunków pogodowych może spowolnić rozprzestrzenianie się choroby, umożliwiając znaczny wzrost mobilności konsumentów już w II i III kwartale 2021 r. Powyższe wnioski wydają się uzasadnione w świetle dotychczasowych zachowań polskich konsumentów w III kwartale br., gdy gospodarstwa domowe wykorzystały okres czasowego złagodzenia restrykcji do znacznego zwiększenia wydatków. Analiza dynamiki sprzedaży detalicznej oraz porównanie zmian konsumpcji w Polsce i innych krajach sugerują, że polscy konsumenci cechują się większą „niecierpliwością” i mniej chętnie rezygnują z konsumpcji niż gospodarstwa domowe w Europie Zachodniej (wykres 12). Z tego względu uważamy, że poprawa dynamiki spożycia w II i III kw. będzie większa niż wynikałoby to wyłącznie z trendów epidemicznych, choć zapewne wciąż znacznie mniejsza niż gdyby szczepionka została wprowadzona w szybkim tempie.

Uwzględniając powyższe argumenty spodziewamy się, że po wciąż relatywnie słabym początku roku, w II i III kwartale dojdzie do znacznego

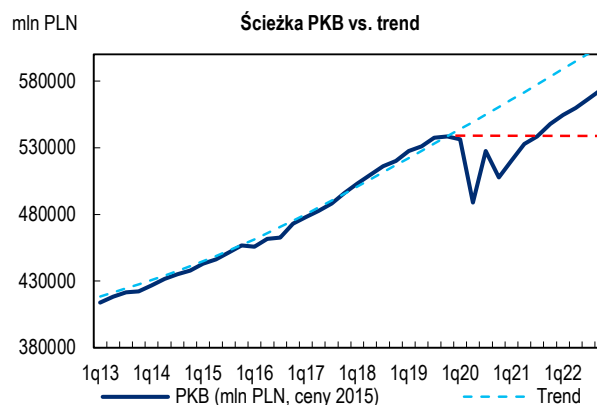
przyspieszenia konsumpcji. Z kolei odbicie w inwestycjach może nastąpić nieco później, najprawdopodobniej w II połowie roku, gdy poprawa nastrojów będzie wyraźna i gdy rozpocznie się realizacja projektów współfinansowanych z unijnego funduszu odbudowy. Podtrzymujemy nasze dotychczasowe prognozy i w całym 2021 roku oczekujemy wzrostu PKB na poziomie około 3,7% r/r, przy czym rozkład dynamiki w trakcie roku może być bardzo nierównomierny. Po słabym pierwszym kwartale, wzrost gospodarczy w ujęciu rocznym powinien wyraźnie wzrosnąć, osiągając około 9% r/r w II kwartale i ponownie około 8% r/r w IV kwartale. Naszym zdaniem PKB może osiągnąć poziom sprzed pandemii już w drugiej połowie roku. Jeżeli chodzi o ryzyko dla naszych prognoz, w przypadku konsumpcji leży ono po stronie lepszego od przewidywań wyniku konsumpcji. Z kolei w inwestycjach ryzyko widzimy po stronie wyników gorszych od prognoz.

Wykres 14. Po ponownym dołku w IV kwartale, dynamika PKB wyraźnie wzrośnie w II kw. 2021 r.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 15. PKB powróci do poziomów sprzed pandemii w drugiej połowie 2021 roku, ale „luka” względem trendu pozostanie niedomknięta



Źródło: Reuters, Citi Research, NBP, Citi Handlowy

Podsumowując, nasz scenariusz zakłada stopniowe wyraźne przyspieszenie gospodarcze. Choć 2021 rok pod względem dynamiki PKB zapewne będzie bardzo dobry (wzrost bliski 4%), skumulowany efekt odłożonego popytu konsumpcyjnego oraz zwiększonych nakładów inwestycyjnych ujawni się z jeszcze większą siłą w 2022 roku. Oczekujemy, że wówczas gospodarka wzrośnie o 5,3%, przy silnym popycie krajowym (~6%), a ryzyko dla tego scenariusza widzimy po stronie bardziej dynamicznego wzrostu. Spoglądając z odpowiedniej perspektywy warto podkreślić, że skala odbicia po-pandemicznego będzie bardzo duża, przekraczająca wartości, które są obserwowane zazwyczaj po „zwykłej” recesji. Zjawisko to będzie dotyczyło nie tylko Polski, ale również innych krajów (wykres 13). Różnice będą jednak dotyczyły tego, jaka część odbicia zmaterializuje się w 2021, a jaka dopiero w 2022 roku. W krajach rozwiniętych, które zapewniły sobie szczepionkę szybciej, odbicie będzie następować na odpowiednio wcześniejszym etapie. Ze względu na skalę przyspieszenia gospodarczego spodziewamy się również, że przełom 2021 i 2022 będzie okresem materializacji silniejszej presji cenowej.

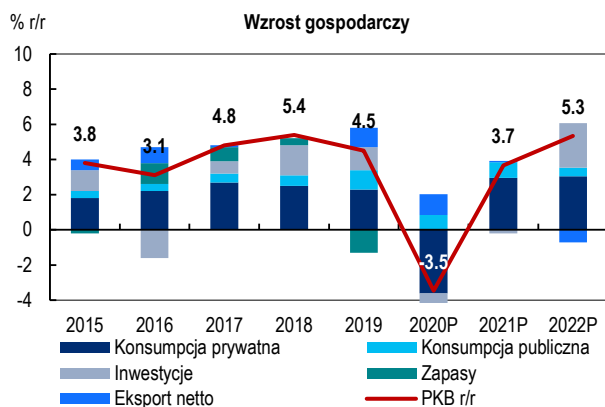
Inflacja powyżej celu

Inflacja w 2020 roku utrzymywała się na wysokim poziomie, nawet pomimo znacznego spadku aktywności w okresie pandemii (wykres 17). O ile

dynamika cen towarów mocno wyhamowała w trakcie roku, ceny usług wyraźnie nabrały tempa, co znalazło również odzwierciedlenie we wzroście inflacji bazowej powyżej 4%. Uporczywie wysoki poziom inflacji wynikał z uwzględniania w cenach usług wyższych kosztów związanych z pandemią, w tym kosztów wymogów sanitarnych oraz wyższych kosztów jednostkowych związanych z mniejszą liczbą klientów. Niemniej sam fakt, że przedsiębiorstwa usługowe, które najbardziej zostały dotknięte przez restrykcje, były w stanie przenieść wyższe koszty na konsumentów świadczy o tym, że sytuacja dochodowa i skłonność gospodarstw domowych do konsumpcji nie została zachwiana.

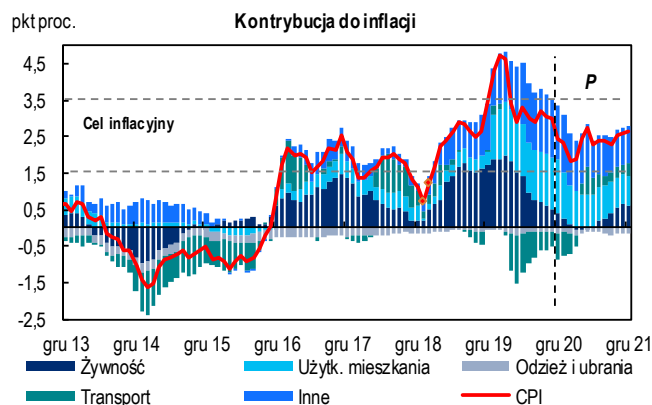
Na początku 2021 roku spodziewamy się wyhamowania inflacji, częściowo pod wpływem efektów statystycznych. Niemniej wraz z otwieraniem gospodarki impuls popytowy powinien nabierać siły. Dlatego oczekujemy, że po przejściowym dołku CPI w lutym (poniżej 2%), inflacja ponownie zacznie rosnąć i pod koniec roku ponownie ukształtuje się nieco powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Mieszanka luźnej polityki fiskalnej oraz monetarnej, słabszego wzrostu potencjalnego i możliwych ograniczeń podaży powinna pozwolić na utrzymanie silnego „momentum” inflacji również w 2022 roku, wypychając inflację powyżej górnej granicy przedziału inflacyjnego (tj. powyżej 3,5%). Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że w trakcie 2021 roku rynki finansowe zaczną wyceniać scenariusz znacznego wzrostu inflacji oraz zacieśnienie polityki pieniężnej.

Wykres 16. Konsumpcja będzie głównym motorem wzrostu w 2021 roku, a w kolejnym roku dołącza do niej inwestycje



Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Wykres 17. Po przejściowym spadku na początku roku, inflacja ponownie zacznie rosnąć, a w 2022 roku przekroczy górną granicę przedziału wokół celu NBP



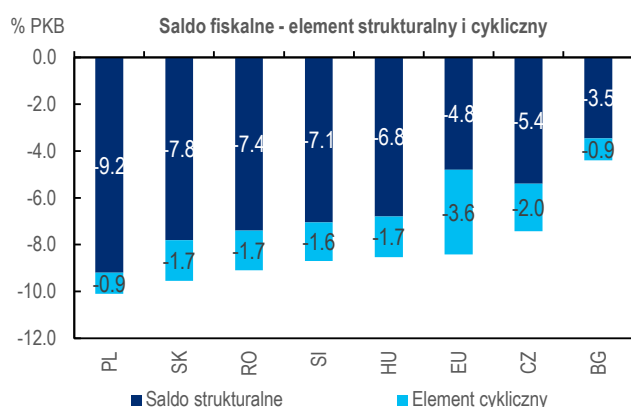
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Fiskalne panaceum

Mijający rok był rokiem rekordowego wzrostu deficytu fiskalnego. Częściowo wynikał on ze spadku PKB i związanego z tym zmniejszenia dynamiki dochodów podatkowych (efekt cykliczny). Niemniej zdecydowanie istotniejszą rolę odegrało zwiększenie deficytu strukturalnego, a więc świadome zwiększenie wydatków i ograniczenie podatków (wykres 18). Według szacunków Komisji Europejskiej same działania mające na celu przeciwdziałanie efektom pandemii można w Polsce oszacować na około 5,3% PKB, nie uwzględniając w tym działań podjętych w odpowiedzi na drugą falę COVID. Skala programu fiskalnego związanego z pandemią była w Polsce większa niż w innych krajach regionu.

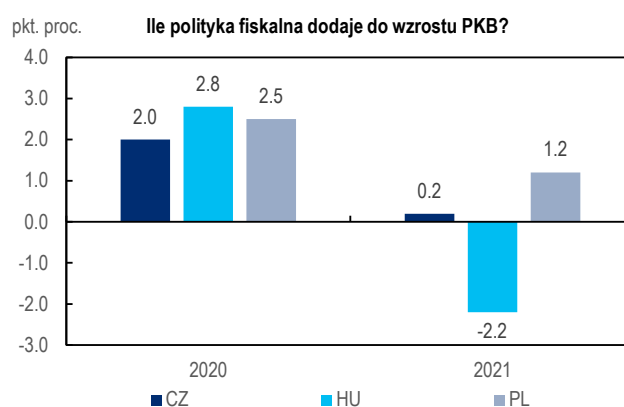
Istnieje duża niepewność dotycząca tego, jak wysoki będzie deficyt sektora rządowego i samorządowego w całym 2020 roku. Można przypuszczać, że istotna część wydatków zostanie zrealizowana dopiero w grudniu, jednak ich skala nie jest jeszcze znana. W naszych szacunkach przyjmujemy, że tegoroczny deficyt wyniesie około 10% PKB, a więc osiągnie najwyższy poziom w historii polskich statystyk. W świetle wyjątkowej sytuacji fiskalnej w 2020 roku naturalnym pytaniem jest to, jak szybko deficyt będzie redukowany w kolejnych latach i czy te działania mogą wyhamować ożywienie gospodarcze.

Wykres 18. Wysoki deficyt fiskalny to tylko częściowo efekt recesji – w dużym stopniu odzwierciedla on dyskrecyjne działania mające na celu pobudzenie gospodarki



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane KE, Eurostat

Wykres 19. Deficyt wyraźnie spadnie w 2021 roku (z około 10% do 6% PKB), jednak polityka fiskalna w Polsce pozostanie silnym wsparciem dla wzrostu



Źródło: Szacunki Citi Research.

Szacujemy, że deficyt sektora rządowego i samorządowego obniży się w 2021 roku do około 6%, co oznacza również znaczny spadek deficytu strukturalnego. Zazwyczaj zmiany deficytu strukturalnego są traktowane jako miara impulsu fiskalnego, który może wpływać na aktywność gospodarczą. Oznaczałoby to, że polityka fiskalna mogłaby w przyszłym roku wyraźnie obniżyć dynamikę PKB, tym samym opóźniając ożywienie. Niemniej naszym zdaniem w obecnych warunkach zmiany deficytu nie są dobrym wskaźnikiem zmian restrykcyjności polityki fiskalnej, a spadek deficytu wcale nie musi oznaczać impulsu recesyjnego. Po pierwsze, znaczna część pakietu pomocowego dla firm, która formalnie została zaksięgowana w 2020 roku będzie wciąż wspierała sektor przedsiębiorstw w 2021 roku. Po drugie, pomimo wyraźnego spadku deficytu strukturalny pozostanie na historycznie wysokim poziomie. Wreszcie po trzecie, pakiet fiskalny w rzeczywistości czasowo uzupełnił lukę w przychodach firm i dochodach gospodarstw domowych związaną z zamknięciem niektórych sektorów gospodarki w czasie lockdownu. W miarę jak restrykcje będą znoszone, a aktywność zacznie wracać do normalnych poziomów, wycofanie wsparcia fiskalnego nie będzie miało negatywnego wpływu na PKB. W takich warunkach nie będzie ubytku popytu, który musiałby być kompensowany transferami rządowymi.

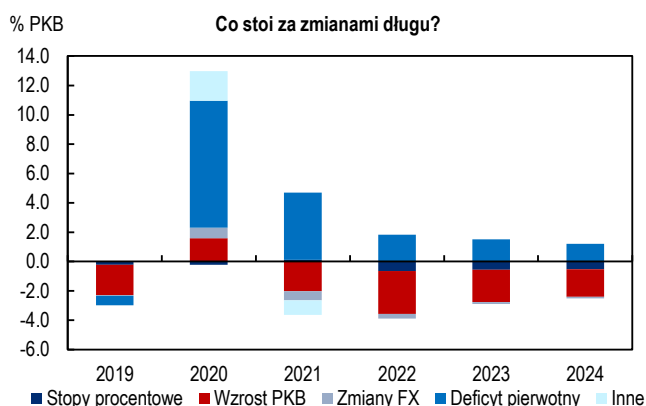
Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że nawet pomimo spadku deficytu polityka fiskalna będzie wciąż miała pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy również w 2021 r. Uwzględniając rodzaj pomocy rządowej, moment jej wykorzystania przez beneficjentów oraz wielkość mnożników

fiskalnych spodziewamy się, że polityka fiskalna doda około 1,2 pkt procentowego do dynamiki PKB w 2021 r.

Jak szybko dług powróci do poziomów z 2019 r.?

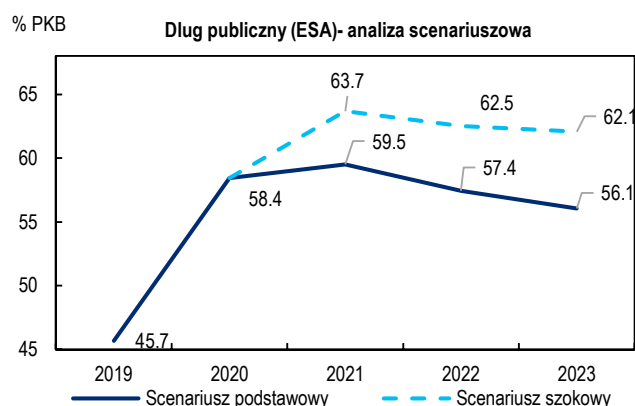
Poluzowanie fiskalne przyczyniło się do znacznego wzrostu zadłużenia. Według naszych szacunków w mijającym roku dług sektora rządowego i samorządowego, który uwzględnia również zadłużenie finansujące tarcze finansowe, zwiększył się o ponad 12% PKB. Jak wskazuje wykres 20, przyczynił się do tego głównie wzrost deficytu, choć zauważalne znaczenie odgrywał również niższy PKB (obniżający mianownik w relacji dług/PKB) oraz słabszy złoty (zwiększający złotową wartość zadłużenia walutowego). Nasze prognozy wskazują również, że dług może ponownie wzrosnąć w 2021 roku, ale już w skali znacznie mniejszej niż dotychczas. Powtórzenie scenariusza podobnego do 2020 r. wydaje się mało prawdopodobne. Do wyhamowania ścieżki wzrostowej długu w przyszłym roku powinno przyczynić się odwrócenie tych samych czynników, które doprowadziły do jego wzrostu w 2020 r. Przede wszystkim duże znaczenie mieć będzie odbicie PKB z dotychczasowego dołka, a także spodziewane umocnienie złotego.

Wykres 20. Wzrost długu sektora rządowego i samorządowego w 2020 roku wynikał głównie z wysokiego deficytu, ale jego redukcja w kolejnych latach będzie głównie zasługą wysokiej dynamiki PKB



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat

Wykres 21. Nawet w scenariuszu szokowym zadłużenie powinno utrzymać się na akceptowalnym poziomie (a dług publiczny według polskiej definicji pozostałby poniżej 60% PKB)



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat, Bloomberg. Uwaga: Scenariusz szokowy zakłada dynamikę PKB niższą o 3pp w 2021 oraz o 0,5 w kolejnych latach. Deficyt jest przyjęty na poziomie o 2,5pp wyższym w 2021 roku oraz o 0,5p w latach 2022-2023.

Spoglądając na zachowanie długu w kolejnych latach, często niedocenianym czynnikiem jest „automatyczna dynamika” długu, która wynika nie tyle z samej polityki fiskalnej (poziomu deficytu), lecz raczej kształtowania się PKB i stóp procentowych. Systematycznie przez lata realne tempo wzrostu gospodarczego było wyższe niż realne stopy procentowe, co pomagało obniżać ścieżkę długu. Spodziewamy się, że sytuacja ta utrzyma się w kolejnych latach, a różnica między stopami procentowymi i wzrostem będzie wyjątkowo duża. Nasze szacunki sugerują, że w okresie 2021-2024 wzrost gospodarczy będzie obniżał dług o 2,3 pkt. (średnio w każdym roku). Na „automatyczne” obniżanie ścieżki długu wpływ będzie mieć również niski poziom realnych stóp procentowych (odejmujący rocznie ok. -0,4 pp). Nawet jeżeli rentowności znacznie wzrosną, koszty obsługi długu pozostaną ograniczone przez dłuższy czas dzięki wysokiemu

udziałowi „taniego” długu emitowanego w 2020 roku. Przy takiej kombinacji parametrów makroekonomicznych dług powinien stopniowo spadać nawet jeżeli tempo zaciskania polityki fiskalnej będzie umiarkowane.

Tabela 4. Reakcja długu sektora rządowego i samorządowego (w pkt proc.) na szok makroekonomiczny

Typ szoku	Skala szoku	Czechy	Węgry	Polska
Wzrost PKB	-1 pkt proc.	0,38	0,70	0,52
FX	-10%	0,57	2,08	1,36
Deficyt pierwotny	+1 pkt proc.	1,0	1,0	1,0

Źródło: szacunki Citi Research w oparciu o dane Eurostatu i Ministerstwa Finansów

Tabela 5. Pierwotne saldo fiskalne potrzebne do redukcji długu sektora rządowego i samorządowego do poziomu sprzed pandemii do 2026 r.

Wzrost PKB	Realne stopy procentowe					
	-0,9	-0,5	-0,1	0,3	0,7	1,1
0,0	2,3	2,5	2,7	2,9	3,1	3,4
0,5	2,0	2,2	2,4	2,7	2,9	3,1
1,0	1,7	2,0	2,2	2,4	2,6	2,8
1,5	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3	2,6
2,0	1,2	1,4	1,7	1,9	2,1	2,3
2,5	1,0	1,2	1,4	1,6	1,8	2,0
3,0	0,7	0,9	1,1	1,4	1,6	1,8
3,5	0,5	0,7	0,9	1,1	1,3	1,5
4,0	0,2	0,4	0,6	0,8	1,1	1,3
4,5	0,0	0,2	0,4	0,6	0,8	1,0
5,0	-0,3	0,0	0,2	0,4	0,6	0,8

Źródło: szacunki Citi Handlowy w oparciu o dane Eurostat

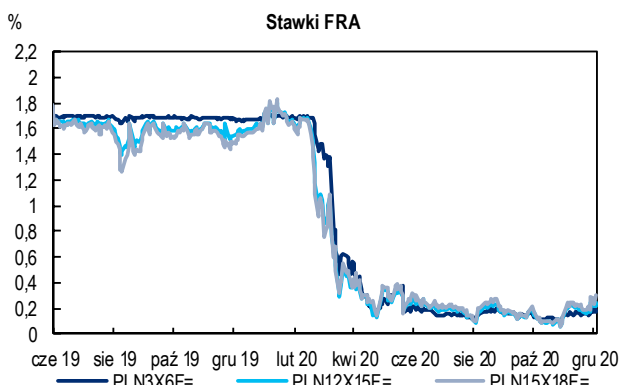
Wykres 21 przedstawia nasze prognozy długu, wraz z poglądowym scenariuszem szokowym. Nawet w scenariuszu szokowym, zakładającym niższy PKB i wyższy deficyt, spodziewamy się, że dług sektora rządowego i samorządowego (definicja Eurostat) powinien pozostać poniżej 65% PKB, a następnie powinien powrócić do trendu spadkowego (wykres 21). Dług publiczny według polskiej metodologii, który kształtuje się na poziomie o około 10pp niższym od długu według definicji Eurostat, nie powinien przekroczyć 60% PKB, a więc kluczowego poziomu zapisanego w Konstytucji RP. Z tego względu uważamy, że ryzyko złamania konstytucyjnego limitu zadłużenia wydaje się niskie nawet w scenariuszu znacznie słabszego wzrostu.

Pandemia pozostawiła trwałe ślady na finansach publicznych. Dług sektora rządowego i samorządowego, choć niższy niż w krajach Europy Zachodniej, wzrósł istotnie i naszym zdaniem minie wiele lat zanim powróci on do poziomu z 2019 roku. Gdyby próbować osiągnąć ten cel w znacznie krótszym czasie wymagałoby to wyraźnego zacieśnienia fiskalnego, które mogłoby zagrozić ożywieniu. Według naszych szacunków sprowadzenie długu publicznego w ciągu pięciu lat do poziomu sprzed pandemii wymagałoby utrzymywania nadwyżki pierwotnej na poziomie 0,8% PKB (przy założeniu średniego wzrostu gospodarczego na poziomie 4% i realnych stóp na poziomie 0,3%). Tak znaczny wysiłek fiskalny wydaje się mało prawdopodobny. Zamiast tego oczekujemy, że strategia redukcji długu będzie sprowadzała się do stopniowego obniżania deficytu pierwotnego, przy jednoczesnym korzystaniu z korzystnej kombinacji stóp procentowych i PKB na ścieżkę zadłużenia.

Polityka pieniężna

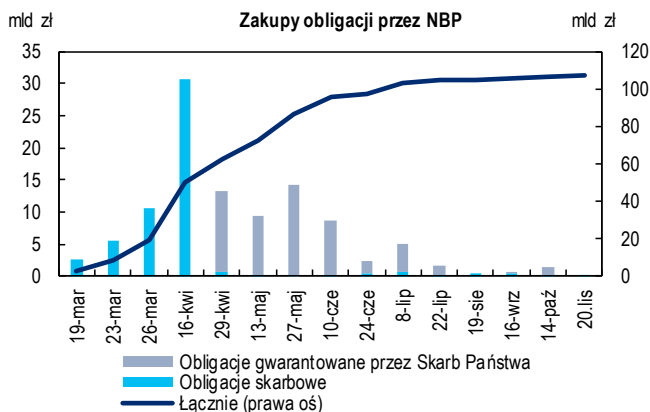
Wybuch pandemii i wprowadzenie ograniczeń aktywności gospodarczej skłoniło NBP do zdecydowanych działań. Stopa referencyjna została obniżona przez Radę Polityki Pieniężnej z 1,5% do 0,1%, a bank centralny rozpoczął Strukturalne Operacje Otwartego Rynku (SOOR) polegające na skupie obligacji rządowych oraz obligacji z gwarancją rządową. Zakupy aktywów były szczególnie intensywne w początkowej fazie pandemii, gdy wzrosły potrzeby finansowe sektora rządowego i samorządowego.

Wykres 22. Stawki FRA nieznacznie wzrosły sygnalizując potencjalny ruch w 2022 r.



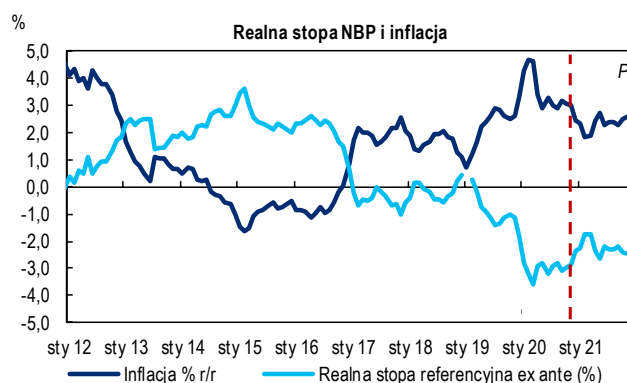
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 24. NBP kupił obligacje skarbowe i obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa za ok. 107 mld zł (ok. 4,7% PKB)



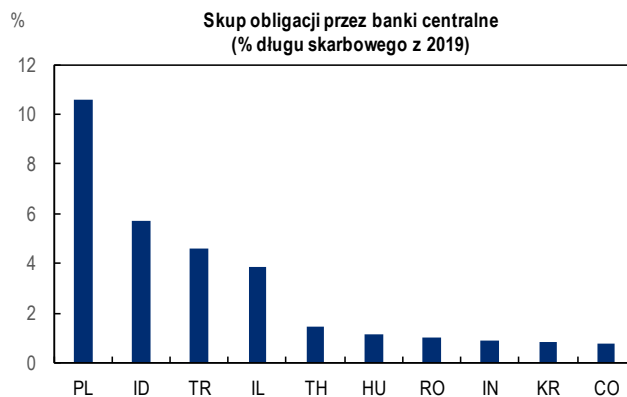
Źródło: PAP, NBP, Citi Handlowy

Wykres 23. Oczekujemy lekkiego wzrostu stóp realnych na początku 2021 r. w związku ze spadkiem inflacji



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 25. Polski bank centralny był najbardziej aktywny na rynku długu na tle innych krajów rozwijających się



Źródło: Citi Research, NBP, Citi Handlowy

Spodziewamy się, że rok 2021 nie będzie już obfitował w tak znaczne zmiany w polityce pieniężnej. W pierwszych miesiącach roku sytuacja ekonomiczna będzie wciąż na tyle niepewna, że RPP nie będzie miała podstaw do podwyżek stóp procentowych. W dalszej części roku, gdy gospodarka znacznie przyspieszy, a inflacja zacznie ponownie rosnąć pojawią się również argumenty za zacieśnieniem polityki pieniężnej, a rynek zapewne zacznie wyceniać taki scenariusz. Mimo to, nawet wówczas szanse podwyżek stóp procentowych oceniamy jako relatywnie niewielkie. Kadencje większości członków Rady Polityki Pieniężnej wygasną na początku 2022 roku i wydaje się prawdopodobne, że RPP będzie wolała pozostawić kwestie decyzji o stopach procentowych nowej Radzie, o ile tylko inflacja nie osiągnie znacznie wyższych poziomów niż obecnie.

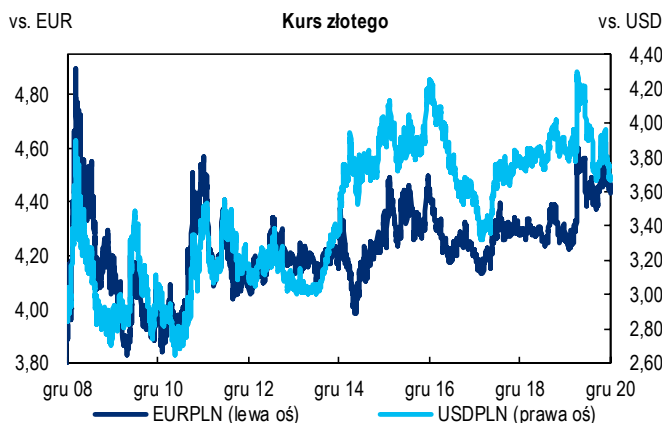
przewidujemy. Nasz bazowy scenariusz zakłada stabilne stopy NBP w trakcie całego 2021 roku i pierwsze podwyżki poczynając od połowy 2022 r. Oczekujemy, że w 2022 roku stopa referencyjna może wzrosnąć do 0,5% (z 0,1%), a w 2023 roku osiągnie 1,5%. Ryzyko dostrzegamy po stronie większej skali podwyżek stóp procentowych w 2022 roku.

Zaszczepiony złoty

Naszym zdaniem przyszły rok przyniesie stopniowe umocnienie złotego, które będzie wspierane przez kilka czynników. Sądzymy, że głównym z nich będzie rozpowszechnienie szczepionek, prowadzące do stopniowego nabywania zbiorowej odporności w coraz większej liczbie krajów. Nasz podstawowy scenariusz zakłada, że w przypadku krajów rozwiniętych ten moment może zostać osiągnięty w IV kw. 2021 r. Sytuacja krajów rozwijających się wygląda nieco mniej optymistycznie, a odporność grupowa może zostać tam osiągnięta w I poł. 2022 r. Z uwagi na uczestnictwo w unijnym programie zakupów w Polsce szczepionki powinny być dostępne w przyszłym roku.

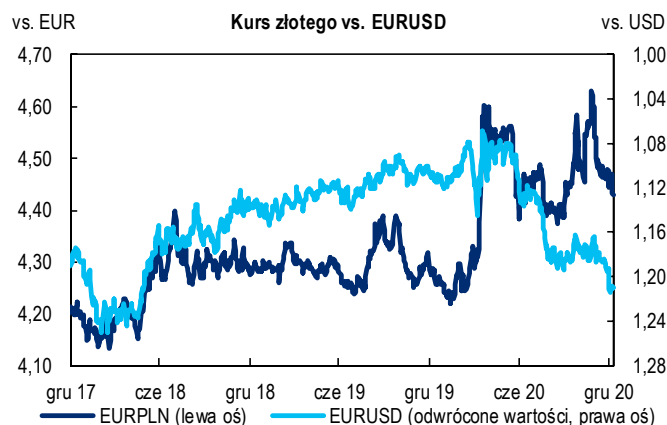
Nawet jeśli proces szczepień nieco się opóźni w Polsce, to kolejne fale epidemiczne przy coraz większej liczbie osób zaszczepionych będą miały mniejszą skalę i będą powodować mniejsze restrykcje. Przy zaawansowanych procesach szczepień za granicą, będzie to utrzymywało rynkowy optymizm. Pozytywne „nastroje szczepionkowe” będą naszym zdaniem sprzyjały walutom gospodarek wschodzących, w tym także złotemu. Złoty tracił na wartości w 2020 r. mniej niż inne waluty gospodarek wschodzących, które są postrzegane jako bardziej ryzykowane. Oznacza to również, że przy zmianie trendu w 2021 r. złoty może zyskiwać mniej niż waluty, które najbardziej traciły w 2020 r.

Wykres 26. Kurs EURPLN i USDPLN



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 27. Dalsze osłabianie dolara może sprzyjać euro, złotemu i innym walutom EM



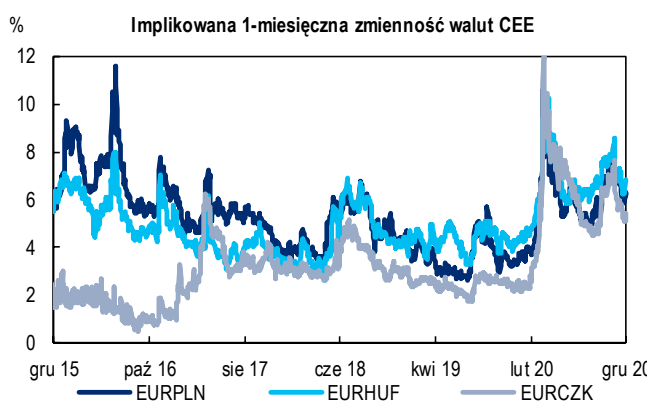
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Nasz scenariusz bazowy zakłada kontynuację trendu osłabiania dolara, a mocniejsze euro powinno sprzyjać złotemu. Ponadto polska gospodarka w ujęciu strukturalnym będzie wychodzić z obecnego kryzysu w dosyć dobrej kondycji. W ostatnich latach saldo obrotów bieżących ulegało stopniowej poprawie, a w 2020 r. częściowo za sprawą czynników przejściowych ma szansę przekroczyć 3% PKB. Mimo, że zakładamy niewielki spadek w 2021 r., to nadwyżkach w obrotach bieżących powinna utrzymać się na wciąż wysokim poziomie. Ponadto, biorąc pod uwagę relatywnie płytką recesję w tym roku na tle innych krajów europejskich, oczekiwane przez nas

skumulowane tempo wzrostu za lata 2020-2022 stawia Polskę na korzystnej pozycji w klasyfikacji krajów analizowanych przez Citi. Co więcej, mimo znacznego wzrostu deficytu fiskalnego dług publiczny pozostanie umiarkowany w porównaniu do wielu innych krajów rozwiniętych i rozwijających się. To z kolei sprawia, że ryzyko dla finansowania długu jest raczej ograniczone, szczególnie biorąc pod uwagę obecność na rynku NBP.

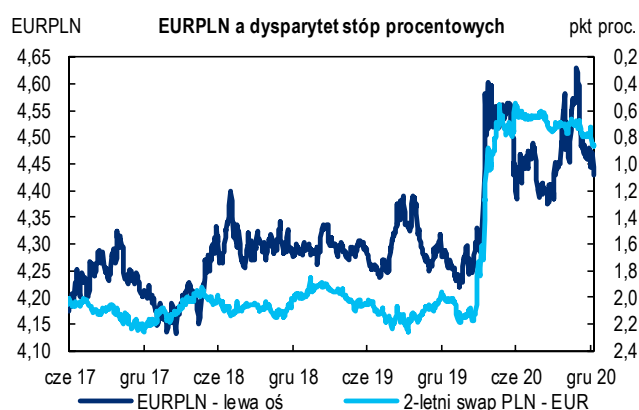
Prognozowany ponowny wzrost inflacji w kierunku górnej granicy odchylen od celu inflacyjnego, przy jednoczesnym ożywieniu PKB, może zwiększyć oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w 2022 r., co powinno być widoczne w wycenach rynkowych. Taka sytuacja również może sprzyjać złotemu w II połowie roku. Istotnym czynnikiem wpływającym na poziom kursu walutowego może być napływ środków unijnych. W przypadku realizacji bazowego scenariusza i napływu środków zarówno w ramach poprzedniej i przyszłej perspektywy unijnej oraz europejskiego funduszu odbudowy, ewentualna częściowa wymiana na euro na rynku może korzystnie wpływać na złoto. Jednym z czynników, który mógłby mieć wpływ na sytuację na rynku walutowym byłyby potencjalne regulacje w kwestii kredytów frankowych w kontekście propozycji KNF o zamianie kredytów frankowych na złotowe na zasadach jakie obowiązywały w okresie zaciągania kredytu (lub po kursie różniącym się od rynkowego).

Wykres 28. Zmienność kursu EURPLN może stopniowo się obniżyć



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 29. Spadek dysparytetu stóp procentowych wobec euro będzie ograniczeniem dla większego umocnienia złotego



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Rok pod znakiem wzrostów rentowności

Spodziewamy się, że informacje na temat szczepionek i planowanej realizacji programów szczepień będą miały przełożenie na stopy rynkowe. Zakładamy, że nabierające tempa ożywienia gospodarcze oraz perspektywa ponownego wzrostu inflacji w 2022 r. wyraźnie powyżej celu będą sprzyjać budowaniu oczekiwań na podwyżki stóp w 2022 r. Z kolei oczekiwania te mogą sprzyjać dalszemu wystramianiu się krzywej już w I połowie 2021 roku, a następnie jej wypłaszczaniu się pod koniec 2021 r.

W I połowie roku inflacja w kraju będzie jeszcze niska m.in. za sprawą efektów bazy, co może hamować wzrost rentowności i stóp swap. Z drugiej strony, istotne może być także to, co się będzie działo na bazowych rynkach długu, a scenariusz Citi przewiduje stopniowy wzrost rentowności amerykańskich obligacji skarbowych. Wynika to z prognoz szybkiego

ożywienia w USA i możliwych jastrzębich zmian w polityce Fed w II połowie przyszłego roku (m.in. ograniczenie skupu aktywów). W związku z tym, że sytuacja w strefie euro rysuje się nieco mniej optymistycznie niż w Stanach Zjednoczonych, zakładamy rozszerzenie spreadu polskich obligacji wobec Bundów. Zakładana przez nas obecność NBP na rynku będzie stabilizować spready kredytowe asset swap, ale okresowo możliwe są korekty, m.in. w związku z wysokimi emisjami Ministerstwa Finansów.

Tabela 6. Prognozy stóp procentowych i rentowności

	Bieżący poziom (10 grudnia)	I kw. 21P	II kw. 21P	III kw. 21P	IV kw. 21P	I kw. 22P	II kw. 22P
Stopa Fed	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
LIBOR \$ 3M	0,22	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
2-letnia obligacja (USA)	0,15	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
5-letnia obligacja (USA)	0,40	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
10-letnia obligacja (USA)	0,93	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Stopa EBC	0	0	0	0	0	0	0
Stopa depozytowa EBC	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
EURIBOR 3M	-0,59	-0,50	-0,49	-0,48	-0,48	-0,48	-0,48
2-letnia obligacja (DE)	-0,82	-0,72	-0,67	-0,67	-0,65	-0,60	-0,60
5-letnia obligacja (DE)	-0,80	-0,70	-0,63	-0,63	-0,55	-0,50	-0,50
10-letnia obligacja (DE)	-0,62	-0,50	-0,40	-0,40	-0,30	-0,20	-0,20
Stopa NBP	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
WBOR 3M	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
2-letnia obligacja (PL)	0,02	0,05	0,10	0,25	0,40	0,60	0,80
5-letnia obligacja (PL)	0,51	0,55	0,65	0,75	0,85	0,90	1,05
10-letnia obligacja (PL)	1,37	1,45	1,55	1,65	1,75	1,85	1,90

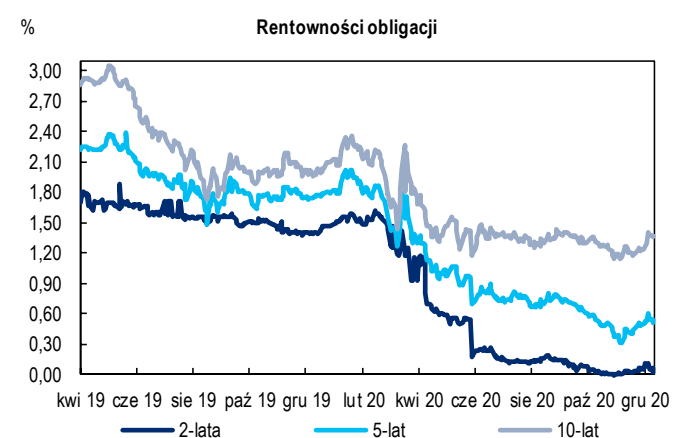
Źródło: Reuters, Citi Research, Citi Handlowy

Tabela 7. Rynek obligacji

	2L	5L	10L	Spread 2-5	Spread 2-10	Spread do Bundów (PL10Y - DE10Y)
2014	1,77	2,15	2,54	38	76	1,99
2015	1,64	2,23	2,94	59	71	2,30
2016	2,04	2,89	3,63	86	74	3,42
2017	1,71	2,65	3,30	94	65	2,88
2018	1,35	2,29	2,85	95	55	2,60
2019	1,49	1,83	2,13	34	30	2,32
10-Nov	0,04	0,45	1,27	41	82	1,76
10-Dec	0,02	0,51	1,37	49	86	1,99
change	bp	bp	bp	bp	bp	bp
2014	-125	-150	-182	-24	-56	-103
2015	-14	8	40	21	-5	31
2016	40	67	70	27	3	112
2017	-32	-24	-33	8	-9	-55
2018	-37	-36	-45	1	-10	-28
2019	14	-47	-72	-61	-25	-28
1M	-2	6	9	8	4	23
YTD (10 gru)	-146	-132	-76	14	56	0

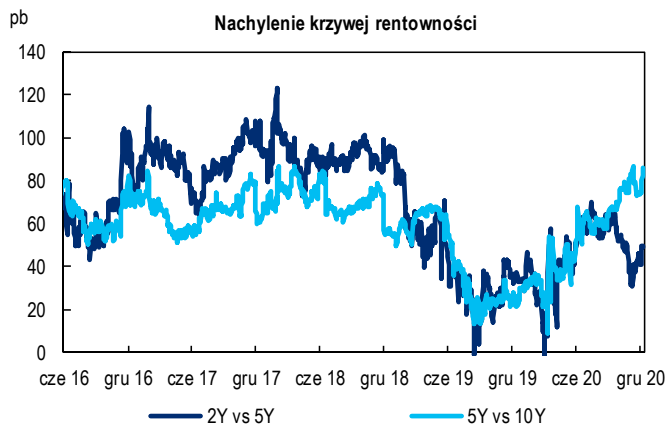
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 30. W 2019 r. doszło do znacznego spadku rentowności.



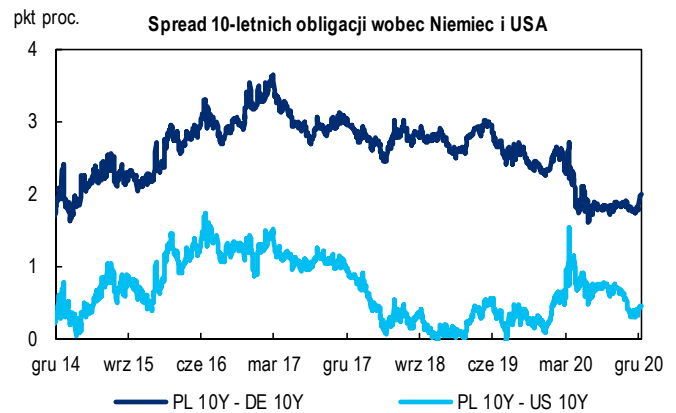
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 31. Oczekujemy kontynuacji wystromienia krzywej rentowności obligacji w I poł. roku i wypłaszczenia w II połowie.



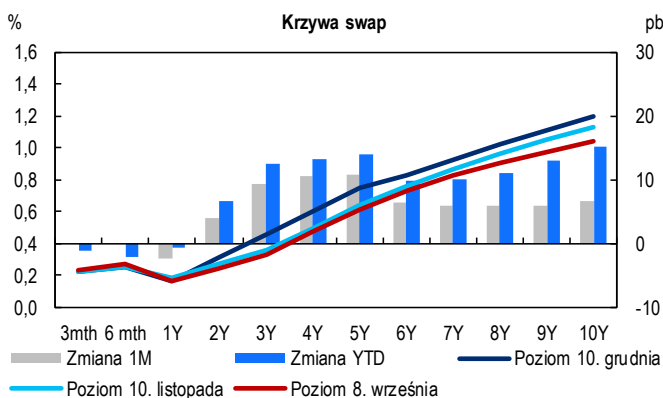
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 32. W bazowym scenariuszu przewidujemy niewielkie rozszerzenie spreadu wobec Bundów



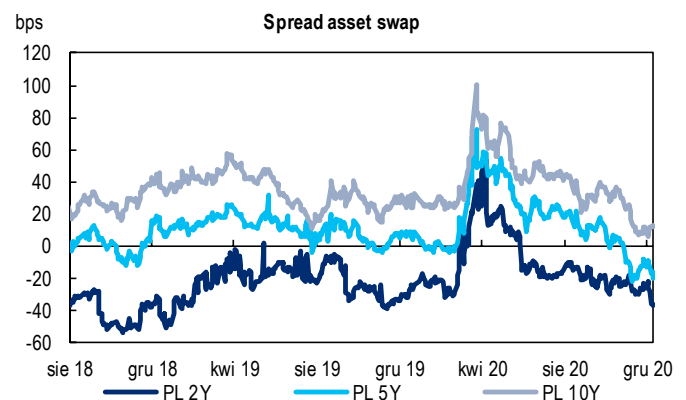
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 33. Krzywa swap wystromiła się w ostatnich miesiącach 2020 r.



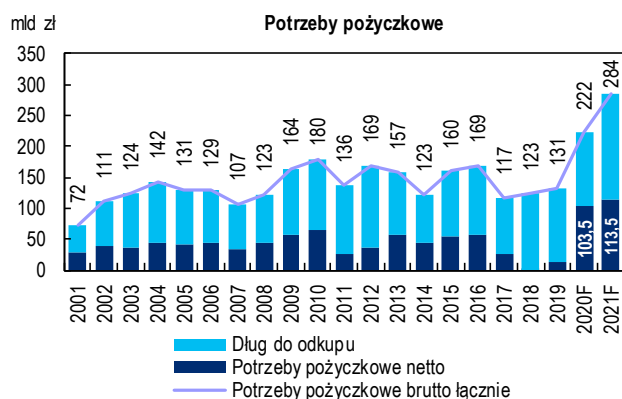
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 34. Spready asset swap mogą pozostać nisko dzięki obecności NBP



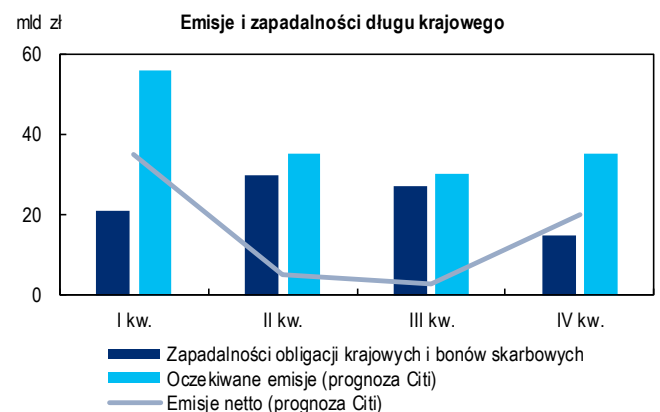
Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 35. Choć potrzeby pożyczkowe mogą być mniejsze niż prognozuje MF to wciąż będą rekordowo wysokie



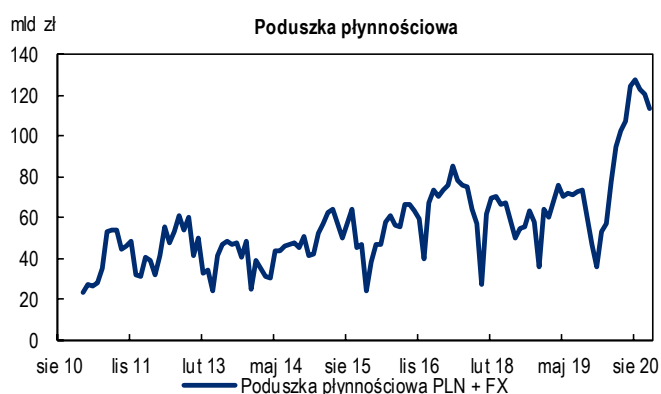
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 36. Oczekujemy znacznych emisji w I kw. choć dla całego roku widzimy ryzyko po stronie mniejszych emisji od planu



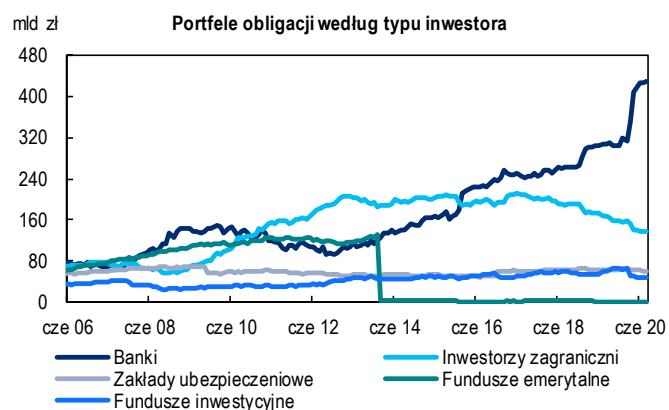
Źródło: Ministerstwo Finansów, Bloomberg, prognozy Citi Handlowy

Wykres 37. Depozyty resortu finansów pozostają wysokie



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 38. Banki najprawdopodobniej pozostaną głównym nabywcą obligacji



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 8. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2019			2020									
	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	3,7	1,4	3,8	1,1	4,8	-2,5	-24,6	-16,9	0,5	1,1	1,5	5,9	1,0
Produkcja przemysłowa (% m/m)	7,9	-5,8	-9,4	4,5	2,2	2,2	-25,5	10,3	13,9	3,4	-5,7	15,5	3,2
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	3,7	0,2	3,8	2,0	5,7	-3,2	-27,5	-18,4	0,9	1,1	2,1	7,2	1,7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-4,1	-4,7	-3,3	6,4	5,5	3,7	-0,9	-5,1	-2,3	-11,0	-12,0	-9,8	-5,9
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	4,6	5,2	5,7	3,5	7,3	-9,0	-22,9	-7,7	-1,3	3,0	0,5	2,5	-2,3
Stopa bezrobocia (%)	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1
Inflacja (% m/m)	0,2	0,1	0,8	0,9	0,7	0,2	-0,1	-0,2	0,6	-0,2	-0,1	0,2	0,1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0,6	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,2	0,4	0,3	-0,4	0,3	0,4
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	243	1.182	73	2.756	1.100	805	772	2.028	3.811	1.012	1.275	1.072	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0,1	0,1	0,5	0,6	0,9	1,1	1,2	1,6	2,3	2,7	3,0	3,1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	146	821	118	378	797	-77	-30	1474	2488	818	989	1238	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	22138	20970	17264	19704	20043	19113	13893	15891	18786	19553	18031	21109	-
Eksport (% r/r)	5,5	2,5	10,8	4,9	8,0	-6,6	-29,3	-19,6	2,6	1,7	2,5	4,6	-
Import f.o.b. (mln EUR)	21992	20149	17146	19326	19246	19190	13923	14417	16298	18735	17042	19871	-
Import (% r/r)	2,1	-1,8	0,7	3,9	0,9	-3,9	-28,4	-28,2	-10,3	-4,4	-4,9	1,5	-
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,3	9,4	8,3	9,3	9,4	11,8	14,0	16,0	18,1	16,8	16,2	17,0	17,0
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10,2	10,2	9,3	9,1	8,6	9,2	10,0	11,2	12,1	11,6	10,4	10,4	10,5
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	9,6	9,2	10,1	13,0	13,2	18,1	18,0	24,6	30,1	27,5	28,0	29,6	26,5
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	6,4	6,3	6,0	6,6	6,5	6,9	6,4	4,8	4,4	3,4	2,6	2,7	3,6
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	2,9	3,8	2,1	2,8	2,2	4,1	3,9	1,9	0,0	-2,4	-3,7	-3,9	-3,2
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 3M (średnio)	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,44	0,93	0,48	0,27	0,25	0,23	0,23	0,22
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,17	0,68	0,28	0,26	0,23	0,23	0,22	0,22
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,06	1,01	1,04	1,16	1,36	0,87	0,52	0,14	0,03	0,11	0,15	0,09	0,10
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,44	1,40	1,49	1,49	1,44	0,92	0,59	0,18	0,17	0,12	0,15	0,09	0,01
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	1,73	1,75	1,83	1,80	1,56	1,30	0,98	0,70	0,73	0,67	0,76	0,61	0,38
EUR/PLN (koniec okresu)	4,26	4,32	4,26	4,30	4,34	4,55	4,54	4,45	4,47	4,41	4,40	4,53	4,62
USD/PLN (koniec okresu)	3,82	3,93	3,80	3,90	3,93	4,15	4,17	4,00	3,98	3,72	3,69	3,87	3,96
EUR/USD (koniec okresu)	1,12	1,10	1,12	1,10	1,10	1,10	1,09	1,11	1,12	1,19	1,19	1,17	1,17
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	3,2	1,9	13,7	-3,4	3,3	9,4	18,9	25,9	17,1	16,3	13,3	13,8	12,1
Def. budżetowy skum. (% planu)	11,2%	6,6%	48,2%	-3,1%	3,0%	8,6%	17,3%	23,7%	15,7%	14,9%	12,2%	12,6%	11,0%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 9. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	596	582	671	760
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.288	2.290	2.423	2.634
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.503	15.198	17.551	19.889
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	6,4	6,7	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-3,5	3,7	5,3
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-7,0	-0,9	11,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-2,3	4,5	3,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-4,0	4,4	4,4
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,1	-9,7	1,0	4,0
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,3	-12,4	1,0	5,8
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,5	2,6	3,6
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	2,4	3,2
Place nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,2	4,9	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	3,3	3,5	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	0,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,22	0,22	1,05
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,38	1,75	2,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,66	3,53	3,41
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,62	3,48
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,43	4,38	4,30
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,42	4,33
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	19,9	15,5	6,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,4	2,3	0,8
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	11,1	8,5	5,4
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	251,8	278,1	313,6
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	240,7	269,6	308,2
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,5	23,9	26,7	29,5
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-15,1	-19,9	-27,8
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	125,8	140,8	152,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-10,1	-6,0	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-8,7	-4,6	-1,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,3	49,4	49,8	48,4

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 10. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,5	-3,5	3,7	5,3	4,1	3,6	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	2,3	3,4	2,4	3,2	3,2	2,6	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,5	3,4	2,3	0,8	0,7	0,5	0,7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	0,10	0,10	0,50	1,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,79	3,66	3,53	3,41	3,32	3,21	3,20
USD/PLN (Średnia)	3,84	3,90	3,62	3,48	3,35	3,26	3,20
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,43	4,38	4,30	4,28	4,26	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,30	4,44	4,42	4,33	4,29	4,28	4,26

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści

lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może

być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.
