

# CitiMonthly

## Wirus opanował światową gospodarkę

Piotr Kalisz, CFA,  
Cezary Chrapek, CFA  
Marzec 2020

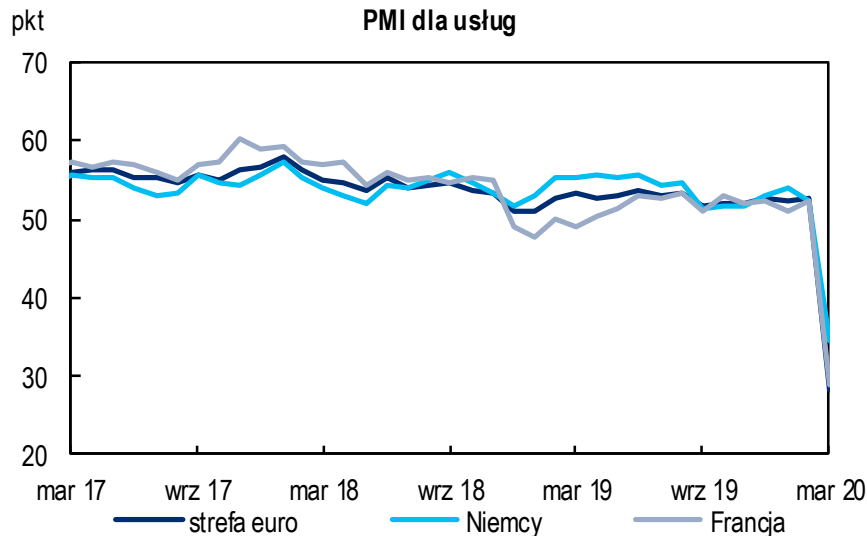
[www.citihandlowy.pl](http://www.citihandlowy.pl)  
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

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

# Podsumowanie

- Marzec minął pod znakiem działań kolejnych krajów starających się spowolnić rozprzestrzeniania się pandemii.
- W ciągu kilku tygodni prognozy wzrostu dla Europy, Stanów Zjednoczonych i Polski zostały znacznie obniżone. Nasz obecny scenariusz zakłada globalną recesję w 2020 roku oraz spadek PKB w Polsce o ponad 3% r/r. Ryzyko dla tej prognozy jest niesymetryczne i leży po stronie jeszcze słabszego wyniku.
- W obliczu gwałtownie spadającego popytu i otwierającej się luki popytowej, naszym zdaniem inflacja przestaje być poważnym problemem. Bank centralny może łagodzić politykę pieniężną.
- W marcu RPP obniżyła stopy procentowe o 50 pb, a spodziewamy się jeszcze kolejnych obniżek w II kwartale. NBP rozpoczął skup obligacji skarbowych i rozpoczął regularne operacje repo.
- Działania NBP stworzą przestrzeń do bardziej aktywnej odpowiedzi polityki fiskalnej. Przyjęty pakiet antykryzysowy opiewa na około 6% PKB, z tego połowa generuje koszty dla budżetu.
- Szacujemy, że w związku z pakietem fiskalnym, ubytkiem dochodów budżetowych i opóźnieniem reformy OFE, deficyt fiskalny w 2020 roku może sięgnąć 7,5% PKB.

# Globalna recesja



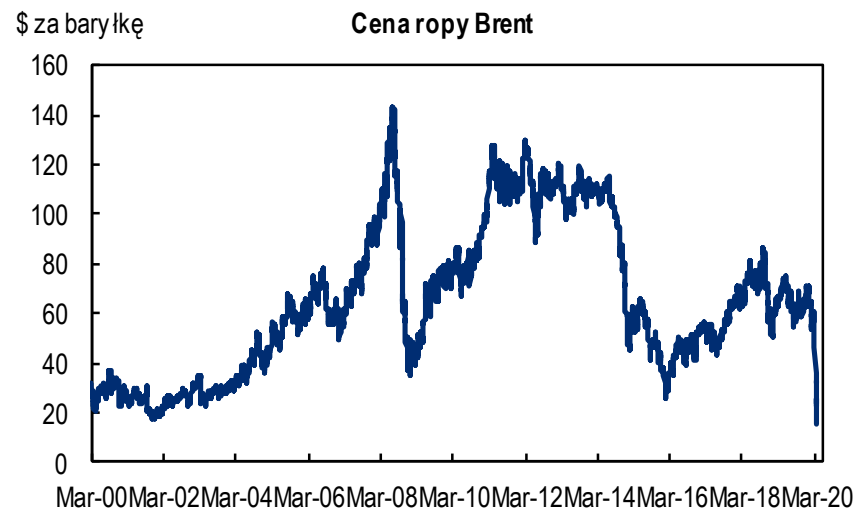
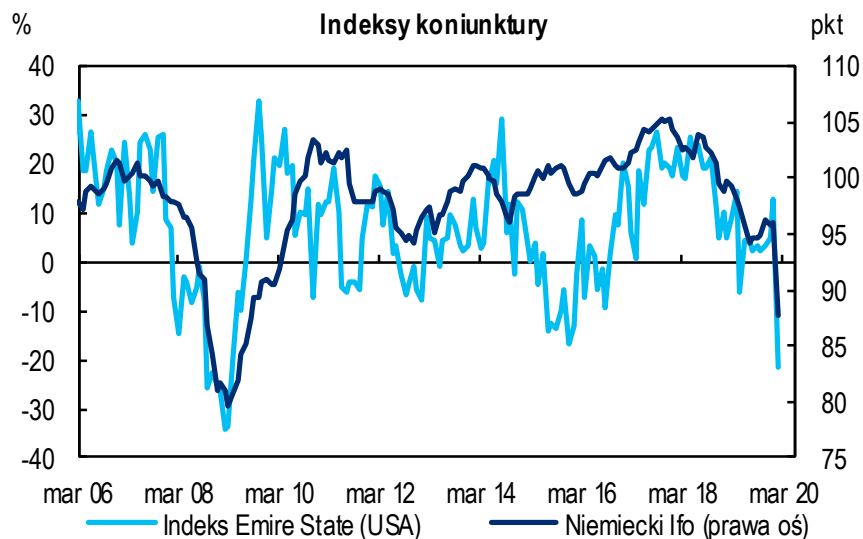
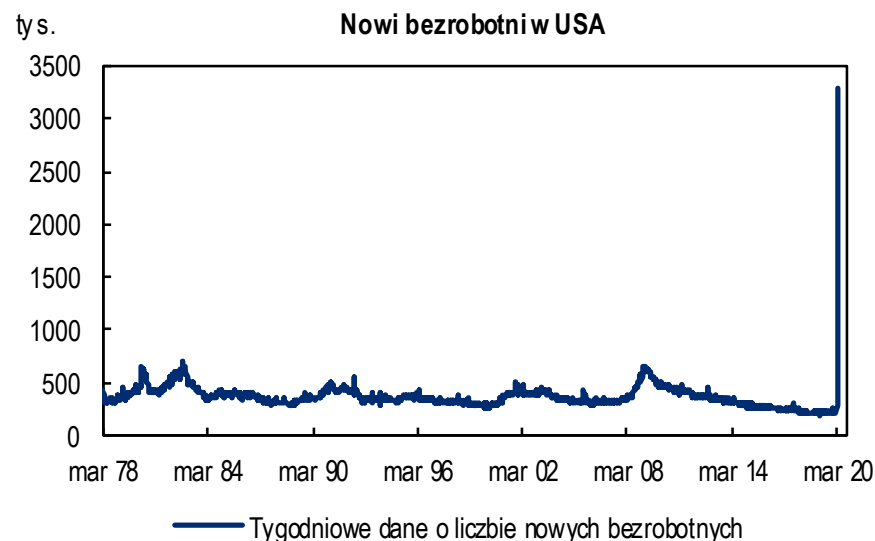
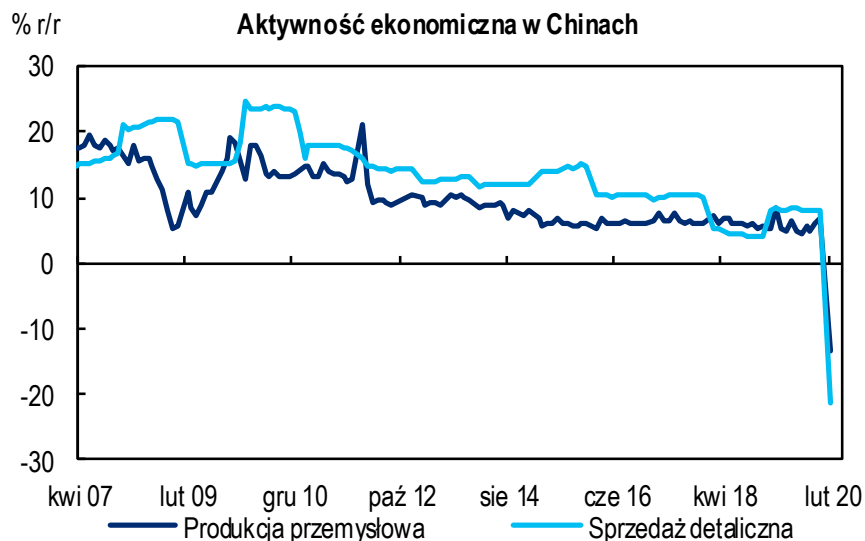
| % r/r                 | I kw. 20 | II kw. 20 | III kw. 20 | IV kw. 20 | 2020  | zmiana wobec<br>prognozy ze<br>stycznia 2020<br>(pkt proc.) |
|-----------------------|----------|-----------|------------|-----------|-------|-------------------------------------------------------------|
| USA (% kw/kw)         | -0,5     | -12       | 7,3        | 5,6       | -0,5* | -2,5                                                        |
| strefa euro (% kw/kw) | -1,1     | -13,1     | 3,7        | 2,7       | -1,9  |                                                             |
| strefa euro (% r/r)   | -0,6     | -13,8     | -10,8      | -8,4      | -8,4  | -9,6                                                        |
| Niemcy                | -1,4     | -17,8     | -15,2      | -12,4     | -11,7 | -12,2                                                       |
| Francja               | -0,4     | -9,9      | -8,5       | -5,9      | -6,2  | -7,4                                                        |
| Włochy                | -1,3     | -13,9     | -8,8       | -6,6      | -7,7  | -8,2                                                        |
| Hiszpania             | 0,5      | -13,9     | -8,2       | -7,3      | -7,2  | -9,1                                                        |
| Holandia              | 0,1      | -10,2     | -8,8       | -6,4      | -6,3  | -7,7                                                        |
| Belgia                | 0,2      | -9,8      | -8,4       | -6,2      | -6    | -7,2                                                        |
| Wielka Brytania       | 0,5      | -14,6     | -9,8       | -6,5      | -7,6  | -8,5                                                        |
| Szwajcaria            | -0,4     | -11,7     | -9,4       | -7        | -7,1  | -8                                                          |
| Szwecja               | 0        | -11,5     | -9,6       | -7,7      | -7,2  | -8,3                                                        |
| Norwegia              | 0,5      | -12,9     | -8,5       | -5,5      | -6,6  | -8,3                                                        |
| Polska                | 1,9      | -7,9      | -3,9       | -2,3      | -3,2  | -6,0                                                        |

\*% r/r

## Pandemiczny szok

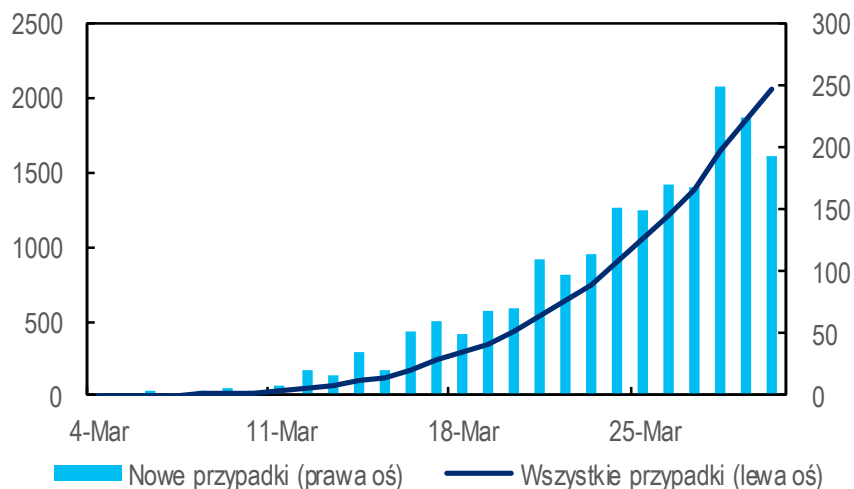
- Ostatni miesiąc przyniósł diametralną zmianę w ocenie sytuacji gospodarczej na świecie. Rozprzestrzenianie się COVID-19 w Europie skłoniło kolejne rządy do wprowadzenia działań zmniejszających skalę interakcji społecznych. Zakazy zgromadzeń, ograniczanie przemieszczania się, zamknięcie restauracji i zawieszenie lotów doprowadziły do znacznego spadku aktywności.
- Indeks PMI wskazuje na niespotykane dotąd pogorszenie aktywności w usługach w strefie euro. Chociaż sytuacja w przemyśle prezentuje się na razie lepiej niż w usługach, zapowiedzi przestojów w niektórych branżach wskazują, że szok nie ominie również przetwórstwa.
- Każdy tydzień ograniczeń niesie ze sobą koszt w postaci niższej produkcji i niższego PKB. Doświadczenia Chin i Włoch pokazują, że szybkie złagodzenie restrykcji jest mało prawdopodobne.
- Biorąc pod uwagę prawdopodobną długość trwania obecnych ograniczeń (sięgających prawdopodobnie maja), można szacować, że gospodarka strefy euro skurczy się o około 8% w 2020 roku, a w Niemczech spadek PKB może wynieść ~12%.
- W połączeniu z około 0,5% spadkiem PKB w Stanach Zjednoczonych powyższe prognozy implikują, że 2020 rok będzie rokiem globalnej recesji (-1,6%).

# Zapaść aktywności

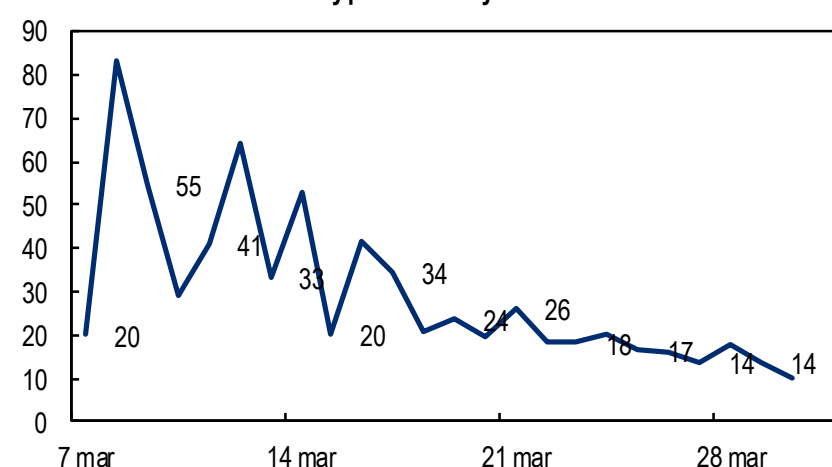


# Odpowiedź na COVID-19 w Polsce

Polska – liczba zachorowań na COVID-19



Polska - wzrost liczby potwierdzonych zachorowań COVID-19



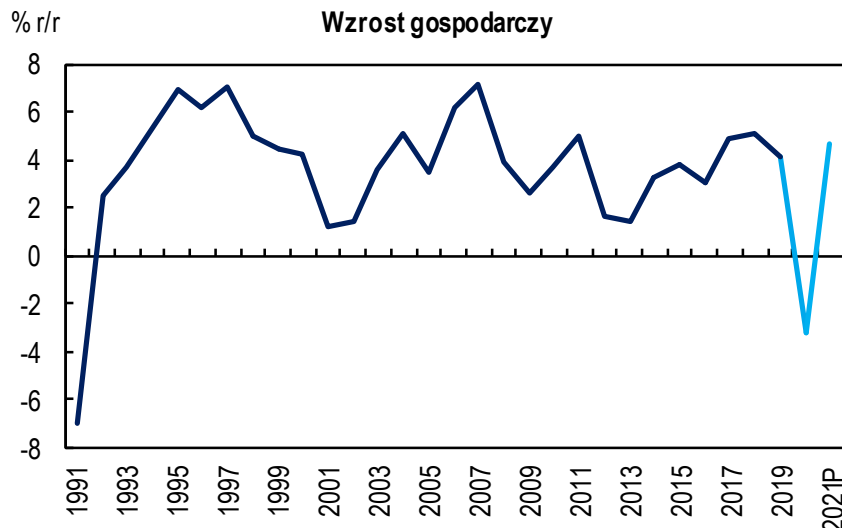
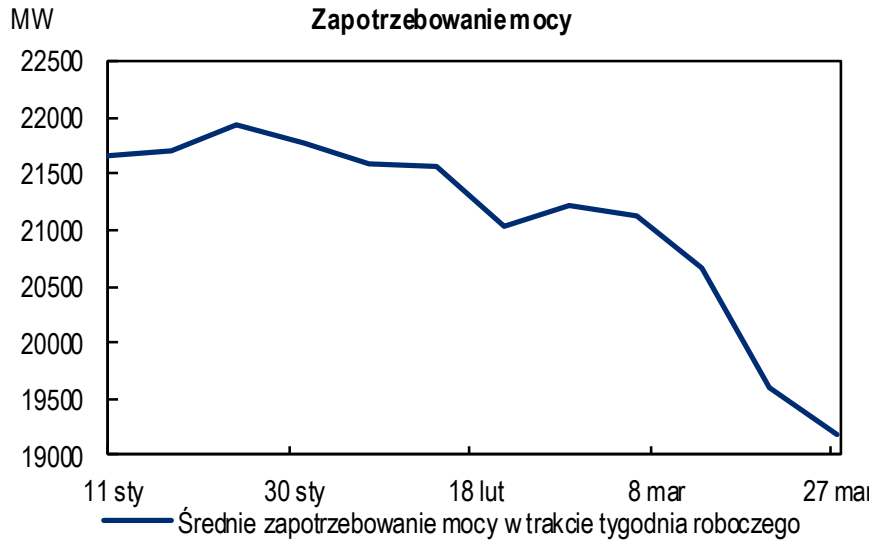
## Druga połowa marca pod znakiem epidemii

- Epidemia COVID-19 zmienia również perspektywę wzrostu w kraju. W ciągu zaledwie kilku tygodni Polska zdecydowała się między innymi na zamknięcie szkół, kin, teatrów, restauracji (oprócz sprzedaży na wynos), ograniczenie prawa do poruszania się oraz praktyczne zamknięcie granic.
- Pierwsze ograniczenia w Polsce zostały wprowadzone na relatywnie wczesnym etapie epidemii, wcześniej niż w wielu krajach Zachodniej Europy. Dotychczasowe dane sugerują, że ścieżka liczby zachorowań w Polsce jest na razie nieco bardziej płaska niż w wielu innych krajach na podobnym etapie epidemii.
- Najprawdopodobniej proces wygaszania epidemii i odchodzenia od restrykcji będzie rozłożony w czasie. **Dla celów prognostycznych przyjmujemy robocze założenie, że ograniczenia wprowadzone w Polsce pozostaną w mocy do maja.**

## Liczba zarażonych gdy wprowadzano restrykcje

|         | Zamknięcie szkół | Zamknięcie restauracji |
|---------|------------------|------------------------|
| Polska  | 31               | 68                     |
| Czechy  | 63               | 116                    |
| Niemcy  | 7300             | 7300                   |
| Francja | 3700             | 5400                   |

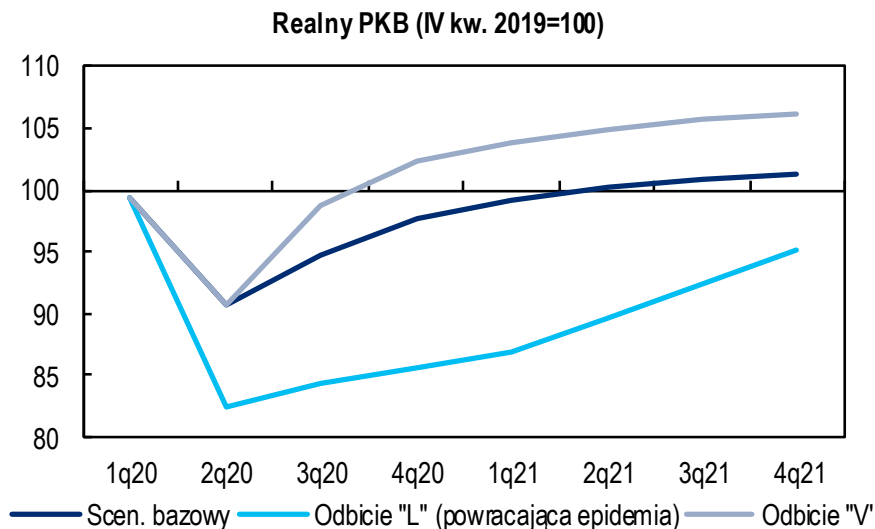
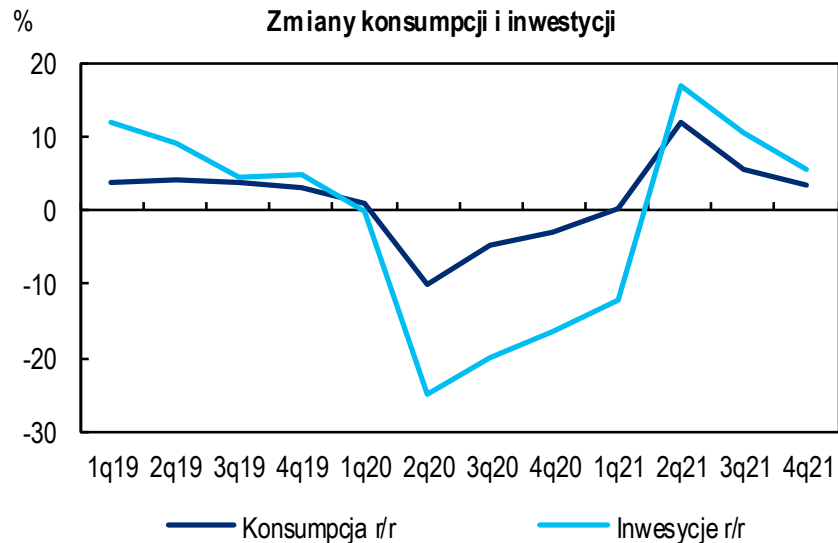
# Najgłębszy szok od trzydziestu lat



## PKB może stracić kilka punktów procentowych

- Istnieje olbrzymia niepewność dotycząca zarówno przyszłego rozwoju epidemii, reakcji gospodarki, jak i odpowiedzi polityki gospodarczej na ten szok. Z tego powodu wszelkie prognozy są obarczone bardzo dużym potencjalnym błędem. Warto jednak przynajmniej zastanowić się jaki jest rząd wielkości tego szoku, aby zrozumieć możliwy wpływ na PKB.
- Jako pewien punkt odniesienia może posłużyć symulacja - według naszych obliczeń dwa pełne miesiące ograniczeń, podczas których gospodarka działałaby na 70% swoich „zwykajnych” mocy (a następnie natychmiast powróciłaby na swoją wcześniejszą ścieżkę), odjęłyby od rocznej dynamiki wzrostu PKB około 6 pkt. proc. Po trzech pełnych miesiącach koszt w postaci PKB zbliżyłby się do 9%.
- Przy bardziej realistycznym założeniu, że powrót do „normalności” jest rozłożony w czasie, wpływ na wzrost byłby większy. Poza tym można przypuszczać, że im dłużej trwają ograniczenia aktywności, tym (nieproporcjonalnie) większa i trudniejsza do odwrócenia staje się szkoda dla gospodarki.
- W naszych prognozach staraliśmy się wyważyć powyższe argumenty. **Jako bazowy scenariusz przyjęliśmy spadek PKB w 2020 r. o ok. 3,2% (co oznaczałoby ścieżkę PKB o około 6% niższą niż wcześniej szacowano).**

# Największy spadek w II kw.



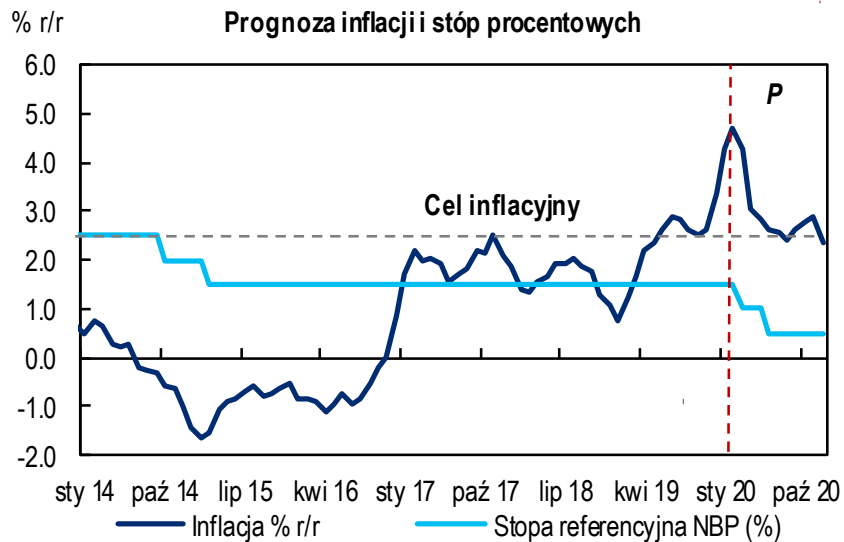
## Stopniowe ożywienie dopiero od III kw.

- Powyższe argumenty sugerują, że ryzyko dla naszej prognozy jest po stronie słabszego wyniku (np. w przypadku wydłużenia restrykcji lub w przypadku znacznie wolniejszego „powrotu do normalności”).
- Jeżeli chodzi o kwartalną ścieżkę PKB, to już w I kw. prawdopodobnie odnotowany zostanie spadek PKB (w porównaniu z poprzednim kwartałem). Spodziewamy się, że zostanie on znacznie pogłębiony w II kw., głównie za sprawą spadku konsumpcji.
- Od drugiej połowy roku PKB powinien zdecydowanie rosnąć, częściowo nadrabiając wcześniejsze straty, ale do poziomu z końca 2019 roku powróci dopiero około połowy 2021.

## Niepewność odnośnie jesieni

- Nasz scenariusz opiera się na założeniu, że pandemia COVID-19 nie nasili się w okresie jesiennym. Warto jednak podkreślić, że jest to kolejne z listy optymistycznych założeń i należy liczyć się z tym, że rzeczywistość może okazać się mniej sprzyjająca. Gdyby to ostatnie założenie okazało się błędne, skala spadku PKB byłaby się głębsza.
- Z drugiej strony należy podkreślić, że działania polityki fiskalnej i monetarnej mogą być wsparciem dla gospodarki, częściowo łagodząc wpływ tego szoku.

# Polityka pieniężna z odsieczą



## Inflacja już niestraszna

- Choć w lutym inflacja sięgnęła 4,7%, najbliższe miesiące powinny przynieść jej szybki spadek. Oprócz znacznych obniżek cen paliw, przyczyniać się do tego powinien również spadek inflacji bazowej.
- Recesja w 2020 roku oznacza bowiem znaczne otwarcie się luki popytowej i wyraźne obniżenie presji inflacyjnej. Do końca roku CPI może powrócić nawet poniżej celu 2,5%.

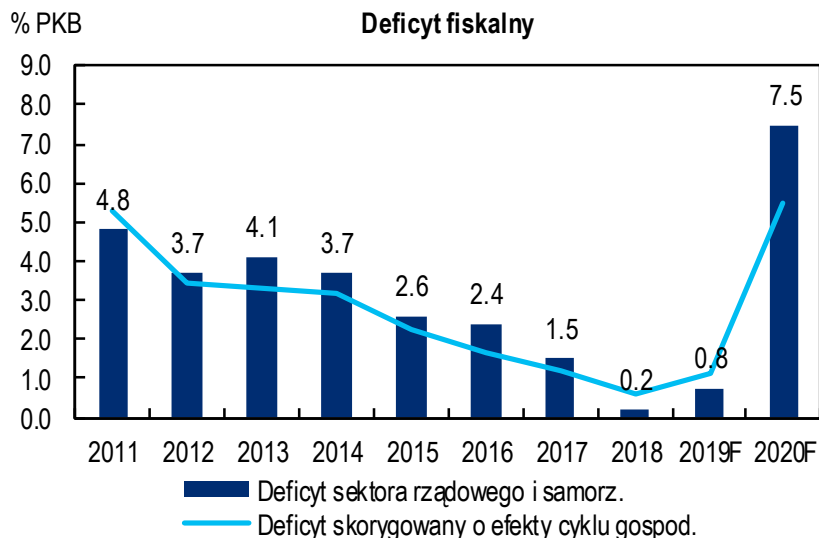
## Obniżka o 50 pb w marcu

- Na swoim decyzyjnym posiedzeniu na początku marca Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, prezentując wciąż relatywnie optymistyczną ocenę sytuacji. Rozwój epidemii zmienił jednak diametralnie sytuację i w drugiej połowie miesiąca RPP ostatecznie obniżyła stopę referencyjną o 50 pb do 1%. Jednocześnie Rada zawężyła przedział między stopą depozytową i lombardową do 0,5-1,5%.
- Stopa rezerwy obowiązkowej spadła z 3,5% do 0,5%, co powinno ostatecznie uwolnić ~40 mld zł płynności.
- W II kw. oczekujemy kolejnej obniżki stopy referencyjnej o 50 pb.

## Czas na niekonwencjonalne działania

- NBP podjął decyzję o rozpoczęciu skupu z rynku wtórnego rządowych obligacji (QE). Nie podano docelowych limitów tych operacji, ale na trzech pierwszych aukcjach bank centralny kupił papiery za około 19 mld zł, co wydaje się kwotą relatywnie dużą. NBP zadeklarował również uruchomienie kredytu wekslowego oraz rozpoczął aukcje repo, które mają dostarczać bankom płynności.
- **Powyższe działania NBP powinny stworzyć dogodne warunki dla znacznego rozluźnienia fiskalnego w 2020 roku, pośrednio ułatwiając dostarczenie gospodarce odpowiedniego pakietu stymulacyjnego.**

# Z tarczą na kryzys

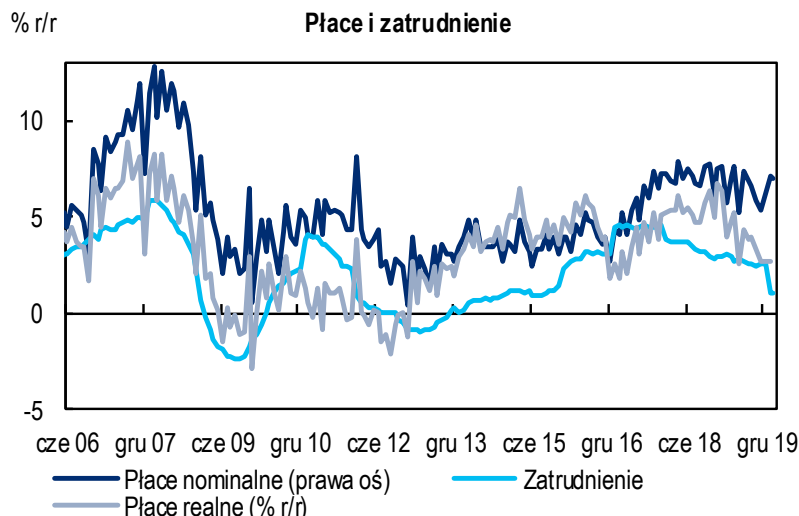
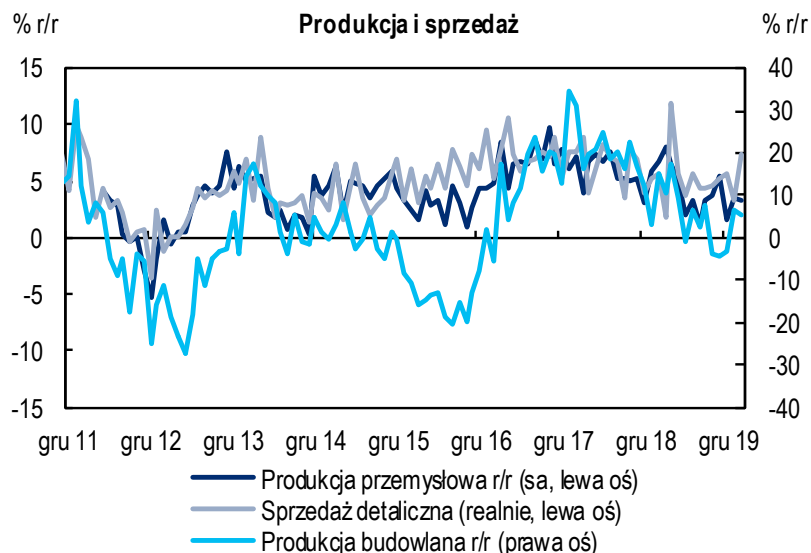


| Składowe deficytu fiskalnego |                                               | % PKB       |
|------------------------------|-----------------------------------------------|-------------|
| 1                            | Tarcza antykryzysowa                          | -3.0        |
| 2                            | Ubytek dochodów (efekt niższego PKB)          | -2.6        |
| 3                            | Gorsza ściagalność podatków                   | -1          |
| 4                            | Opóźnienie reformy OFE/IKE                    | -0.7        |
| 5                            | Fundusze UE                                   | 1.1         |
| 6                            | Zmiana prognozy deficytu (1+...+5)            | -6.2        |
| 7                            | Poprzednia prognoza                           | -1.3        |
| 8                            | <b>Deficyt fiskalny - nowa prognoza (6+7)</b> | <b>-7.5</b> |

## Deficyt prawdopodobnie sięgnie 7,5%

- W związku z praktycznym „zmrożeniem” aktywności gospodarczej w marcu rząd przedstawił plan programu stymulacyjnego (*Tarcza Antykryzysowa*).
- Rządowy pakiet opiewa na 140 mld zł, z czego mniej więcej połowa niesie ze sobą koszty budżetowe poprzez niższe wpływy lub wyższe wydatki, a połowę stanowią gwarancje (dodatkowo *Tarcza* jest wspierana przez działania NBP).
- Główne elementy „Tarczy antykryzysowej” obejmują m.in.: pokrycie części kosztów wynagrodzeń przez państwo (pod określonymi warunkami), trzymiesięczne zwolnienia ze składek ZUS samozatrudnionych, zleceniobiorców oraz mikrofirm, przesunięcia terminu płatności zaliczek na podatek dochodowy oraz pożyczki na pokrycie kosztów prowadzenia działalności mikrofirm w wys. 5 tys. zł.
- Zapowiedzi przedstawicieli rządu sugerują, że pakiet ten może zostać zwiększony w najbliższych tygodniach.
- Wartość impulsu fiskalnego w połączeniu z ubytkiem dochodów (efekt recesji i pogorszenia ściagalności podatków) oraz odłożeniem reformy OFE/IKE oznaczają, że deficyt fiskalny może sięgnąć przynajmniej 7,5% PKB w 2020 roku.**

# Dobre dane za luty to już historia ...



## Lepsze od prognoz dane za luty

- Dane miesięczne za luty przekroczyły oczekiwania i potwierdziły, że przed pojawieniem się COVID-19 polska gospodarka była na drodze do ożywienia. **Dane te stanowią jednak już odległą historię w obliczu pandemii.**
- Produkcja przemysłowa przyspieszyła w lutym do 4,9% z 1,1%. W tym produkcja w przetwórstwie przyspieszyła do 5,7% z 1,9%. Po eliminacji wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja sprzedana przemysłu spowolniła nieznacznie do 3,2% z 3,5%.
- Sprzedaż detaliczna przyspieszyła w ujęciu realnym w lutym do 7,3% r/r z 3,4% w styczniu. Za dobre wyniki sprzedaży ogółem odpowiadało zarówno przyspieszenie sprzedaży dóbr trwałego użytku do 7,9% z 4,5%, jak również sprzedaży żywności do 3,5% z -0,9% (początek budowy zapasów), wyrobów farmaceutycznych do 12,5% z 2,9%, a także w pozostałych kategoriach.
- Produkcja budowlana spowolniła do 5,5% z 6,5%. przy wciąż dobrych wynikach w segmencie „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej (+9,9% r/r) oraz „roboty budowlane specjalistyczne” (+11,7% r/r).
- Płace w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyły w lutym do 7,7% r/r z 7,1%, a zatrudnienie wzrosło podobnie jak w styczniu o 1,1%.

# Działania Fed i EBC

## Fed

- Rezerwa Federalna podjęła decyzje na dwóch nadzwyczajnych posiedzeniach o obniżeniu stóp procentowych o 50 pb i 100 pb do 0-0,25%
- 15 marca Fed ogłosił program QE zakładający skup 500 mld \$ obligacji skarbowych i 200 mld zł obligacji hipotecznych; 23 marca Fed ogłosił nielimitowany skup aktywów
- Fed zachęcił banki do wykorzystania buforów kapitałowych i płynnościowych
- Program CFPP wspierający skup papierów komercyjnych przedsiębiorstw
- Program PDCF zapewniający płynność dealerom rynku pierwotnego
- Program MMFL zapewniający bankom kredyty pod zakup instrumentów funduszy rynku pieniężnego
- Program PMCCF obejmujący zakupy długu korporacyjnego o ratingu inwestycyjnym (100 mld \$), program SMCCF zapewniający płynność na tym rynku (100 mld \$) & program TALF dla instrumentów strukturyzowanych ABS o ratingu inwestycyjnym obejmujący kredyty studenckie (100 mld \$)
- Pod koniec marca Fed skupił aktywa za ok. 600 mld \$

## EBC

- Program PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) mający na celu zakup obligacji skarbowych i korporacyjnych na kwotę 750 mld €.
- Powiększenie istniejącego programu skupu aktywów o wartości 200 mld € do końca 2020 r. (20 mld € miesięcznie) o dodatkowe 120 mld €.
- Łącznie EBC planuje skupić ok. 1,07 bln € do końca 2020 r., ok. 119 mld € miesięcznie (ok. 7,3% PKB)
- Zakupy w ramach programu PEPP zakończą się po zakończeniu kryzysu COVID-19, ale najwcześniej w 2021r.
- Wszystkie klasy aktywów są dopuszczone do zakupu w ramach programu APP, uelastyczniony „klucz kapitałowy”, włączenie do programu obligacji greckich
- EBC pozostaje w gotowości do odpowiedniego dostosowania programu APP i tak długo jak będzie to potrzebne. EBC zrewiduje limit skupu aktywów na poziomie 33% wielkości emisji (33% ISIN) i pozostawia sobie otwarte pole do redukcji stóp
- EBC rozszerzył listę papierów komercyjnych do programu skupu obligacji korporacyjnych (CSPP). Łagodniejsze standardy zabezpieczeń
- Finansowanie LTRO po stopie -50pb. TLTRO III mogłoby zwiększyć łączny wolumen kredytów w ramach tego programu o 1 bln € do ok. 3 bln €.

# Działania fiskalne rządów

## USA

- Faza 1- 8,3 mld \$ na służbę zdrowi zwalczanie pandemii COVID-19
- Stafford Act – 50 mld \$: wprowadzony stan nadzwyczajny, wsparcie finansowe miast i stanów
- Faza 2 – 104 mld \$: H.R.6201 (ustawa Przeciw Skutkom Koronowirusa - *Rodziny Przede Wszystkim*) – środki na zasiłki chorobowe, rozszerzone zasiłki dla bezrobotnych, dotowanie wyżywienia, pokrycie części wydatków medycznych
- Faza 3 – ok. 2 bln \$ (10% PKB) z czego ok. 1,2 bln \$ w bezpośrednich płatnościach gotówkowych
  - 454 mld \$ jako kapitał dla operacji Fed
  - 56 mld \$ bezpośrednich pożyczek dla firm z branży turystycznej
  - 350 mld \$ kredytów dla małych firm z możliwością umorzenia
  - ~250 mld \$ w czekach stymulacyjnych
  - ~300 mld \$ na rozszerzone zasiłki
  - \$340bln w wydatkach na służbę zdrowia, badania, przygotowania do stanów nadzwyczajnych
- „Faza 4” prawdopodobna jeśli istotne zaburzenia w gospodarce potrwać dłużej niż do połowy maja. Sekretarz Mnuchin prowadzi rozmowy nad drugą rundą „czeków stymulujących”. Możliwy dodatkowy program pożyczek dla małych firm i większe wsparcie dla władz lokalnych

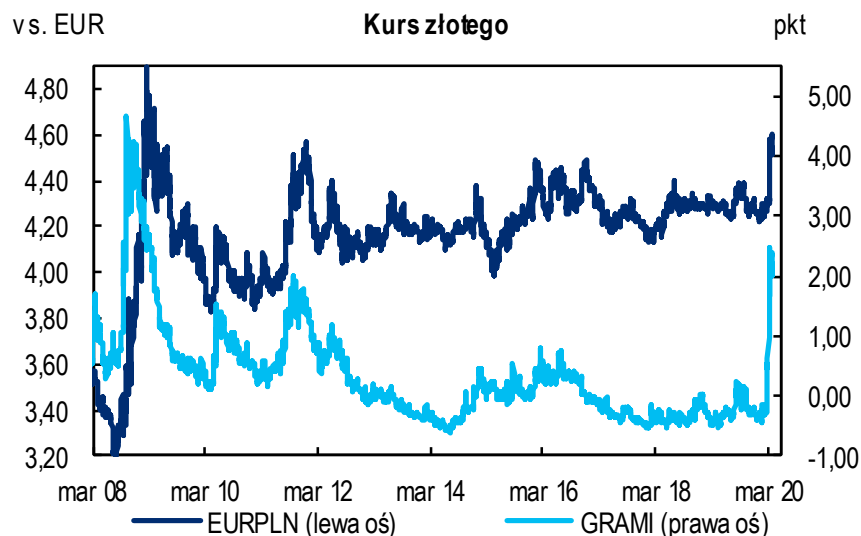
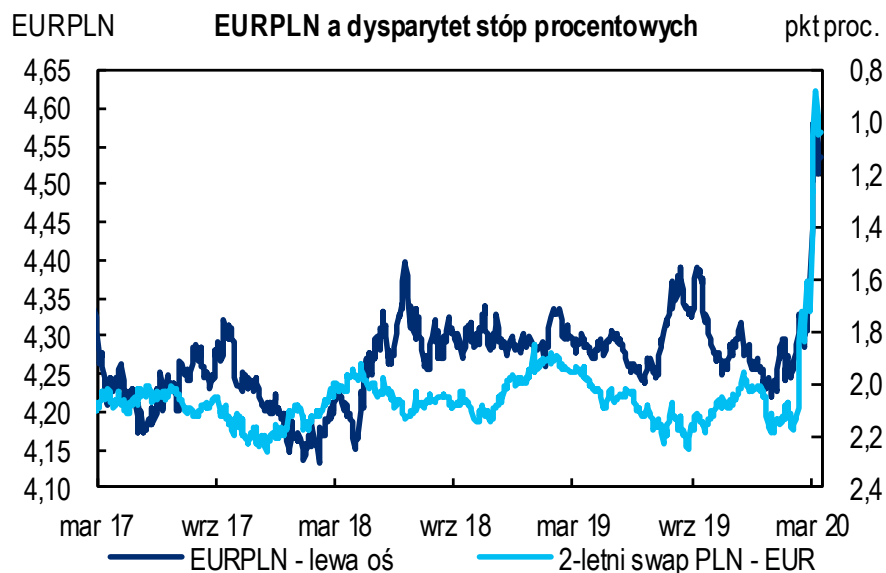
## Niemcy

- Według doniesień prasowych (Handelsblat) niemiecki rząd planuje:
- zrewidować budżet za 2020 r. powiększając potrzeby pożyczkowe o co najmniej 100 mld € (3% PKB). Ta kwota byłaby przeznaczona na pożyczki i granty dla samozatrudnionych, pokrycie strat szpitali, dotacje dla rodzin dotkniętych zamknięciem szkół i przedszkoli, ubytek dochodów budżetu, zasiłki chorobowe, dotacje do zmniejszonego wymiaru pracy.
- 500 mld € wsparcia dla przedsiębiorstw w postaci nielimitowanych gwarancji.
- Zdaniem ekonomistów Citi na Niemcy jeśli kryzys będzie się wydłużał, rząd może zdecydować się na rozwiązania nakierowane na gwarancje wypłacalności firm i umarzanie zadłużenia.

## Inne

- Wiele krajów wprowadziło pakiety fiskalne w tym: Francja - 45 mld € bezpośredniej stymulacji i 300 mld € gwarancji; Wielka Brytania – ok. 30 mld £ bezpośredniej stymulacji i do 330 mld £ gwarancji
- Kraje G20 zobowiązały się do przeznaczenia 5 bln \$ na walkę ze skutkami COVID-19.
- MFW zasygnalizował, że jest gotów wykorzystać pełny zakres funduszy (1 bln \$)
- EBI zapowiedział, że zmobilizuje ok. 40 mld EUR.

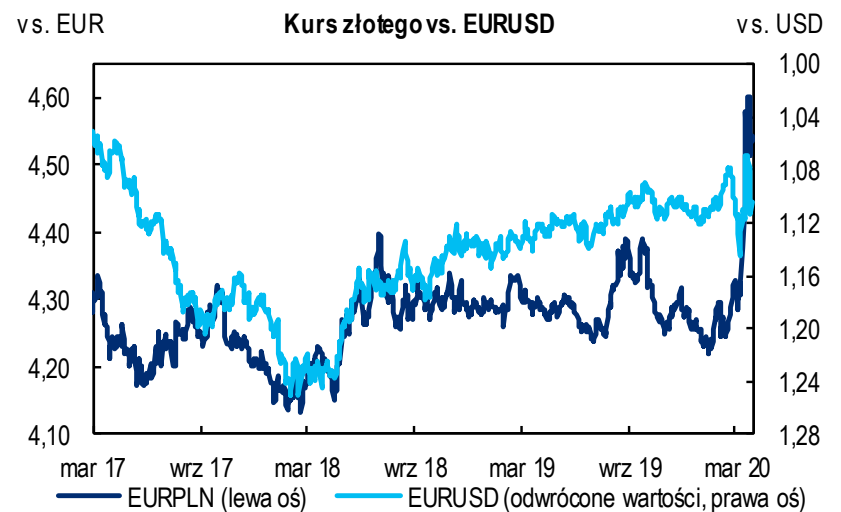
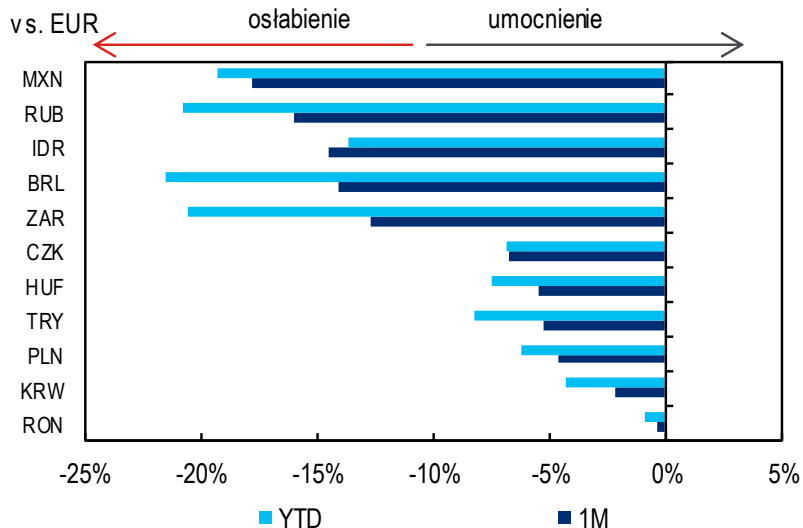
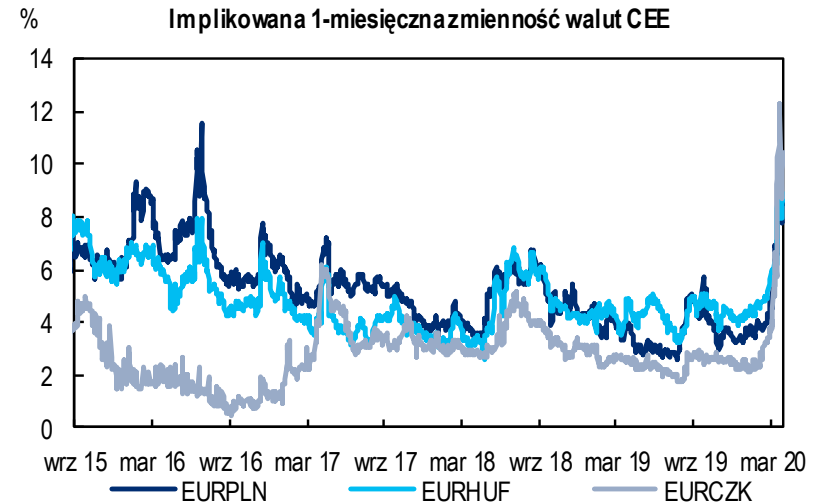
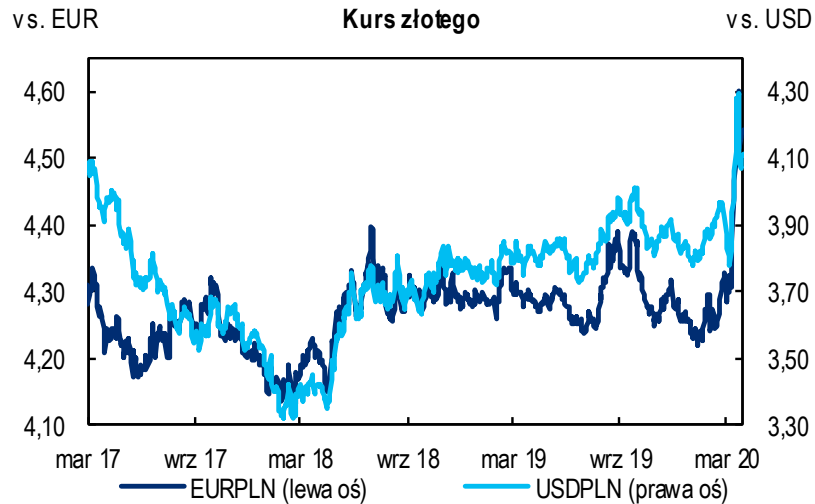
# Rynek walutowy



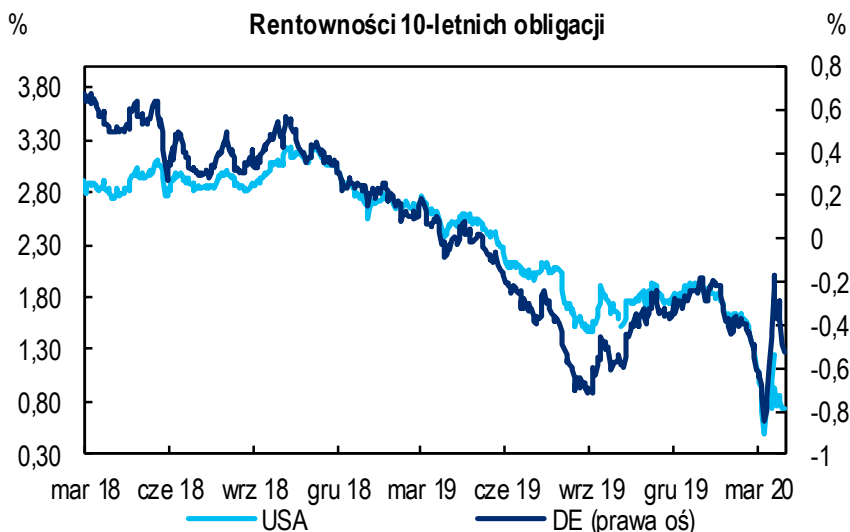
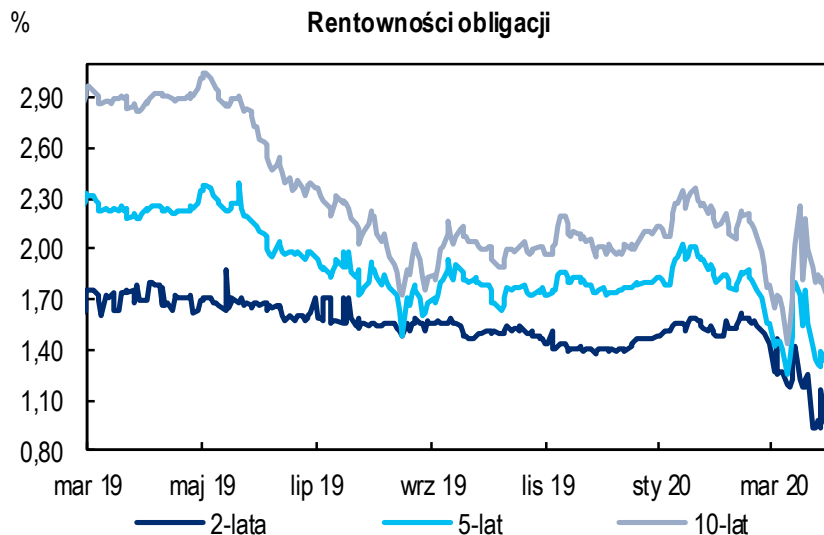
## Słaby złoty pod wpływem nastrojów i stóp

- Złoty stracił na wartości wobec euro w ostatnim miesiącu niemal 5%. Negatywnie na krajową walutę oddziaływał wzrost awersji do ryzyka na rynkach międzynarodowych prowadzący do wzrostu zmienności wielu klas aktywów. W obliczu wyższej zmienności negatywnie na złotego wpłynęły spadki stóp NBP i stóp swap prowadzące do zawężenia spreadów stóp rynkowych wobec euro. Kierunek zmian kursu złotego był analogiczny do innych walut gospodarek wschodzących, ale skala osłabienia była mniejsza niż w przypadku walut regionu.
- Sądzymy, że podwyższona zmienność na rynkach może utrzymać się do czasu, aż bliski będzie szczyt epidemii w USA i Niemczech. W rezultacie w sytuacji powszechności szoku ekonomicznego i trudnego do przewidzenia rozwoju pandemii oraz natężenia awersji do ryzyka, uważamy, że NBP nie będzie się decydował na interwencje walutowe na tym etapie. W przypadku kontynuacji obecnych trendów NBP mogłby się narazić na uszczuplenie rezerw, a interwencje mogłyby okazać mało skuteczne.
- Ponadto sądzymy, że w porównaniu do roku 2009 brak problemu opcyjnego i spłata części kredytów w CHF przy nadwyżce w obrotach bieżących zapewnia lepszą startową pozycję strukturalną niż 11 lat temu. Ponadto słabszy złoty może pomóc eksporterom po ustaniu pandemii.

# Przegląd rynku walutowego



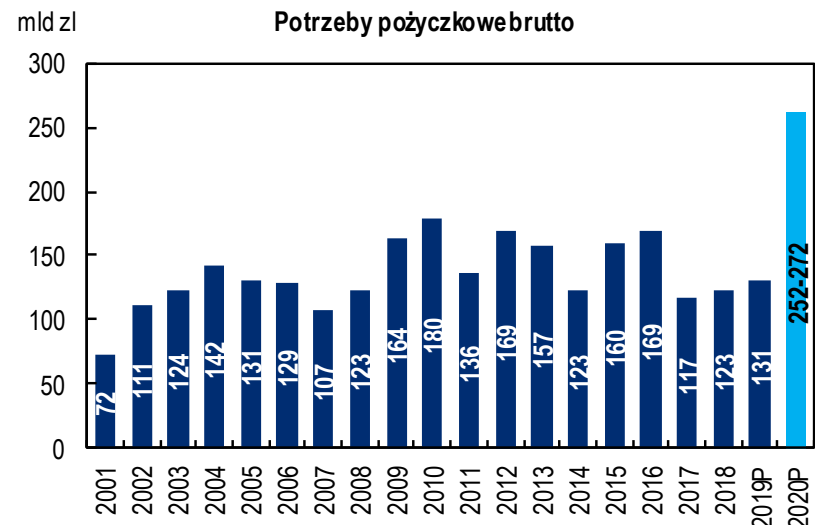
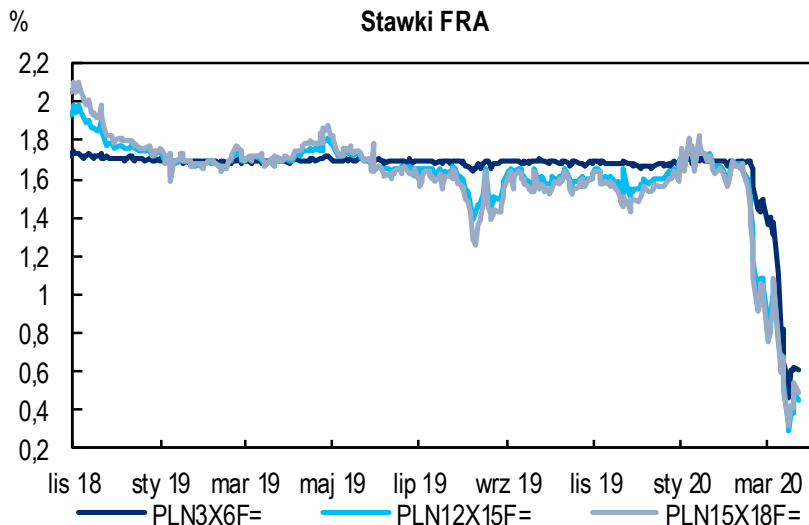
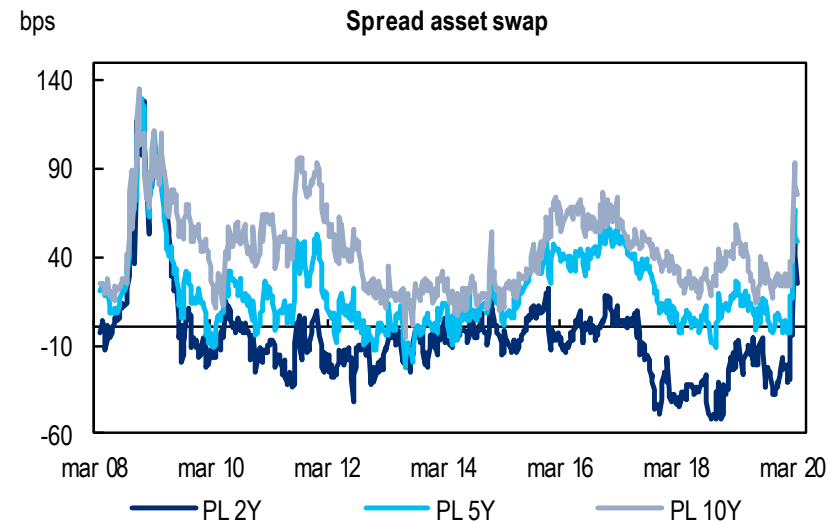
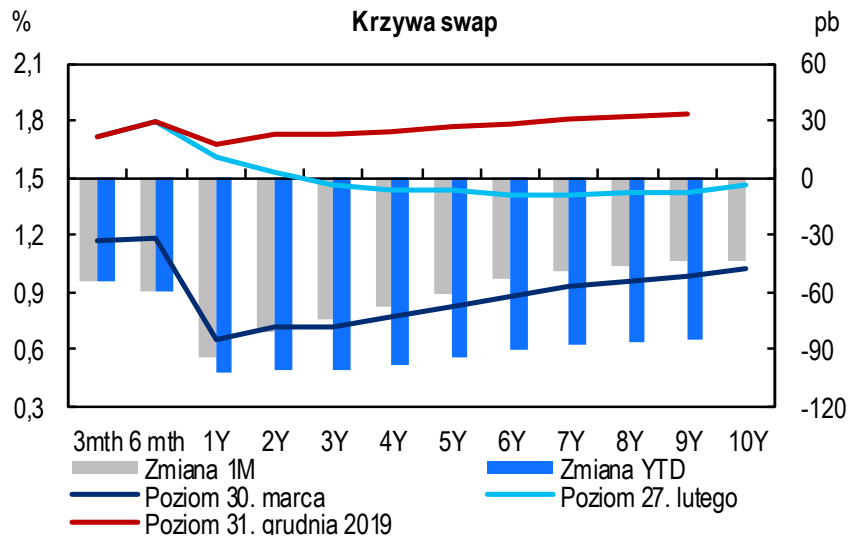
# Rynek stopy procentowej



## Wystromienie krzywych

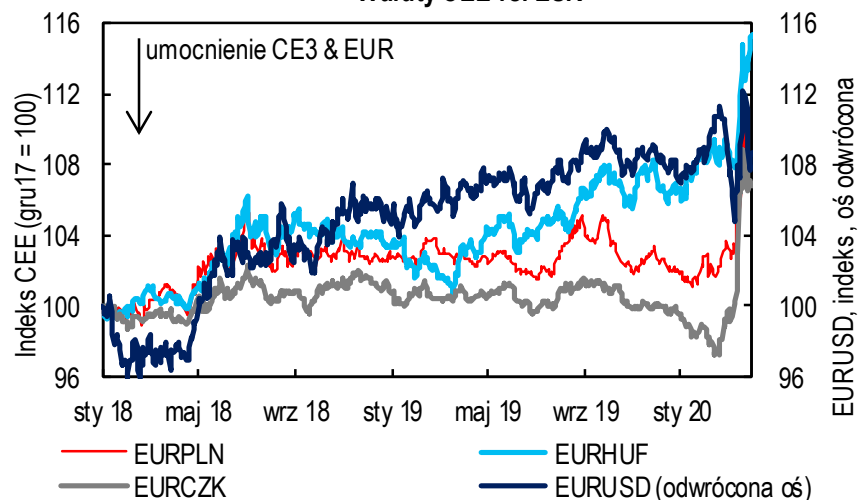
- Do znacznych zmian doszło także na rynku stopy procentowej. W ciągu minionego miesiąca zarówno krzywa swap, jak i krzywa rentowności obligacji uległy wystromieniu. Wynikało to przede wszystkim z obniżenia stopy NBP i oczekiwań na dalsze redukcje. Jednocześnie doszło do wzrostu spreadów kredytowych asset swap w związku ze wzrostem obaw o skalę pogorszenia sytuacji fiskalnej. Wzrost rentowności obligacji zahamowało uruchomienie skupu aktywów przez NBP (i EBC dla strefy euro)
- Krótki koniec krzywej wycenia dalsze obniżki stóp. Z kolei obecności NBP może stabilizować poziom asset swap spreadów w obliczu prawdopodobnych dużych emisji długu.
- Stopień realizacji planowanych w budżecie potrzeb pożyczkowych (141 mld zł) wynosił ok. 78%. Biorąc pod uwagę oczekiwane pogorszenie sytuacji fiskalnej, potrzeby pożyczkowe mogą być wyższe od planu o 110-130 mld (zakładamy głównie finansowanie krajowe). Resort finansów posiadał na koniec lutego ok. 60 mld zł co powinno ułatwić finansowanie w najbliższych 2 miesiącach.
- Na przeprowadzonych trzech aukcjach, NBP kupił obligacje łącznie za ok. 19 mld zł. Naszym zdaniem docelowo mogłaby być to nawet cała kwota dodatkowych potrzeb pożyczkowych (ponad 5% PKB wobec zapowiedzianego programu skupu aktywów EBC na poziomie 6% PKB).

# Przegląd rynku stopy procentowej

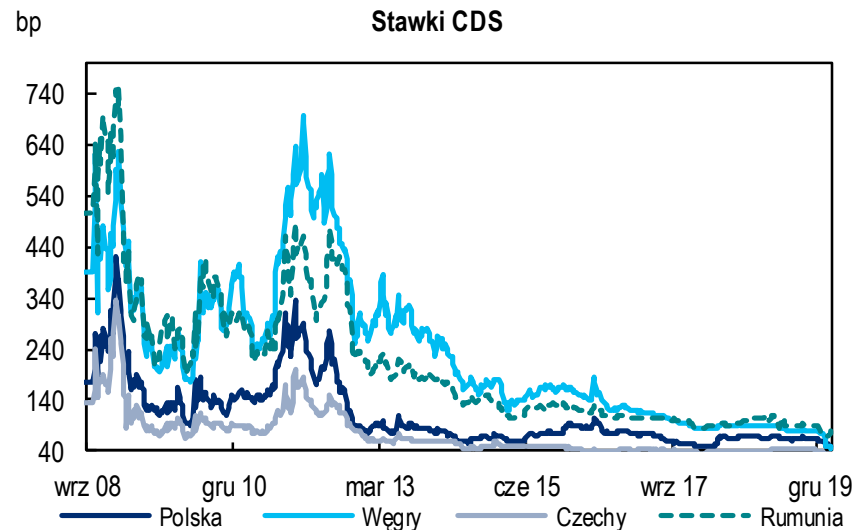


# Wskaźniki rynkowe

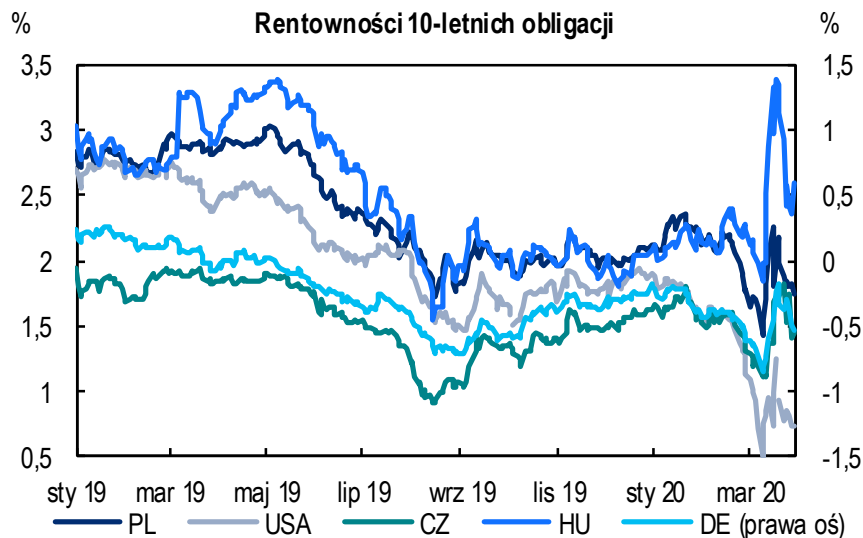
Waluty CEE vs. EUR



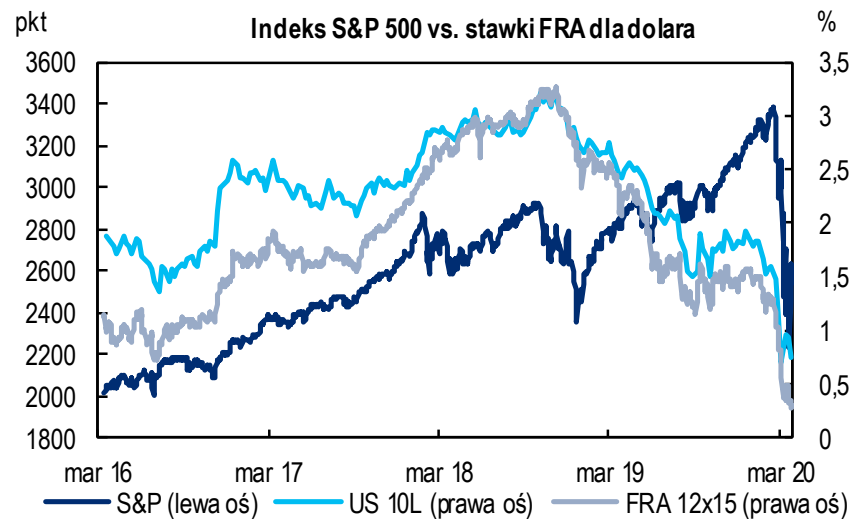
Stawki CDS



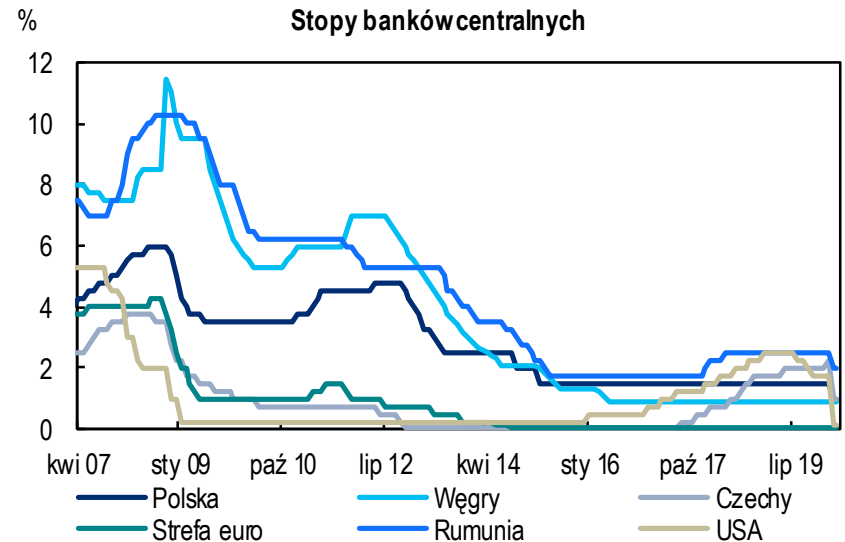
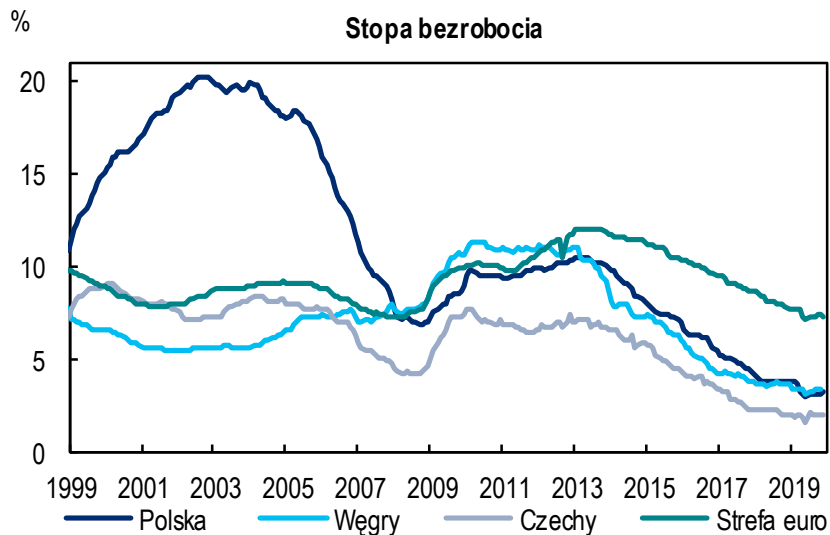
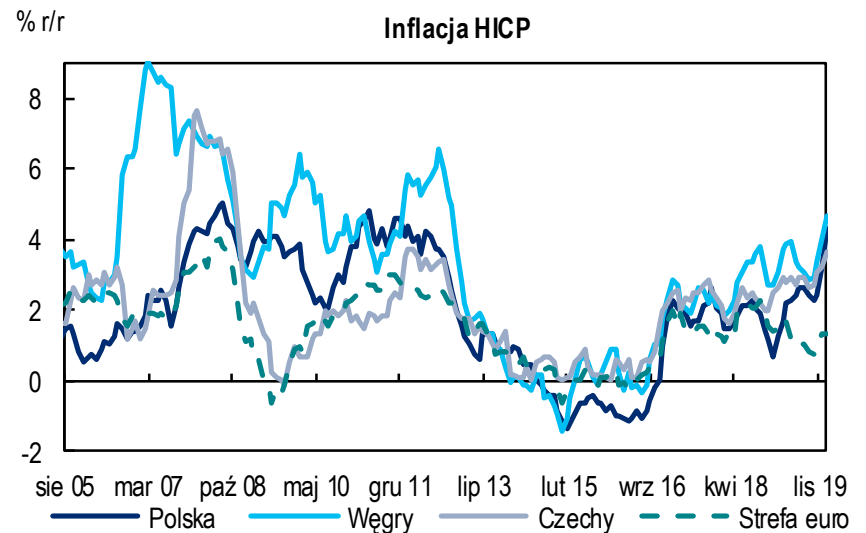
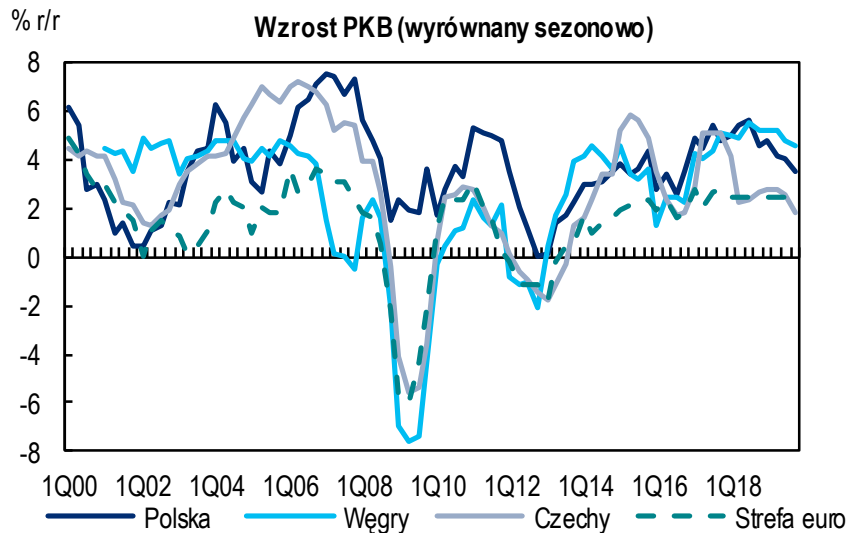
Rentowności 10-letnich obligacji



Indeks S&P 500 vs. stawki FRA dla dolara



# Długoterminowe wskaźniki makroekonomiczne



# Globalne prognozy

|                       | Prognoza PKB (% r/r) |        |         |        |       | Zmiana prognozy od 18 marca 2020 r. (pkt proc.) |        |         |        |       |
|-----------------------|----------------------|--------|---------|--------|-------|-------------------------------------------------|--------|---------|--------|-------|
|                       | I kw.                | II kw. | III kw. | IV kw. | 2020  | I kw.                                           | II kw. | III kw. | IV kw. | 2020  |
| Świat                 | -0,7                 | -4,4   | -2,4    | -0,8   | -1,6  | -0,9                                            | -5,3   | -3,8    | -2,6   | -2,9  |
| USA                   | 1,4                  | -2,3   | -1      | -0,2   | -0,5  | -0,4                                            | -3,3   | -2,3    | -1,5   | -1,9  |
| Japonia               | -2                   | -2,8   | -2,4    | -0,2   | -1,9  | 0,2                                             | -0,3   | -0,6    | -0,8   | -0,4  |
| Kanada                | 1,1                  | -2,1   | -1,4    | -0,7   | -0,8  | -0,3                                            | -2,1   | -1,8    | -1,6   | -1,4  |
| Australia             | 0,5                  | -5,8   | -6,3    | -4,8   | -4,1  | -1                                              | -6,8   | -7,3    | -5,9   | -5,2  |
| strefa euro           | -0,6                 | -13,8  | -10,8   | -8,4   | -8,4  | -1                                              | -12,2  | -8,9    | -7,1   | -7,3  |
| Niemcy                | -1,4                 | -17,8  | -15,2   | -12,4  | -11,7 | -1,6                                            | -16,1  | -13,2   | -11,2  | -10,5 |
| Francja               | -0,4                 | -9,9   | -8,5    | -5,9   | -6,2  | -1,1                                            | -9,3   | -8      | -5,9   | -6,1  |
| Włochy                | -1,3                 | -13,9  | -8,8    | -6,6   | -7,7  | 0                                               | -10,2  | -4,6    | -2,9   | -4,5  |
| Hiszpania             | 0,5                  | -13,9  | -8,2    | -7,3   | -7,2  | 0                                               | -12    | -4,7    | -3,7   | -5,1  |
| Szwajcaria            | -0,4                 | -11,7  | -9,4    | -7     | -7,1  | -1,3                                            | -11,4  | -8,8    | -6,6   | -7    |
| Wielka Brytania       | 0,5                  | -14,6  | -9,8    | -6,5   | -7,6  | -0,1                                            | -13,5  | -8,7    | -5,5   | -7    |
| Azja - EM             | -4,5                 | 1,4    | 3,9     | 5,4    | 2     | -2,1                                            | -2,5   | -1,5    | -0,4   | -1,6  |
| Chiny                 | -8                   | 2,5    | 5,8     | 7,5    | 2,4   | -2,8                                            | -2,2   | -1      | 0,6    | -1,3  |
| Indie                 | 3                    | 0,5    | 2,1     | 2,8    | 2,5   | -1,8                                            | -4,1   | -3,1    | -3     | -3    |
| Korea Pld.            | -0,2                 | -0,2   | 0,3     | 1,3    | 0,3   | 0                                               | -0,5   | -0,7    | -1,3   | -0,7  |
| LatAm                 | 0,3                  | -4,5   | -4,1    | -1,5   | -2,1  | -1                                              | -5,1   | -5      | -3     | -3,4  |
| Brazylia              | 1,4                  | -4,5   | -3,7    | 0      | -1,7  | -0,6                                            | -6     | -5,1    | -1,4   | -3,3  |
| Meksyk                | -0,2                 | -6,2   | -7,6    | -6,3   | -5,1  | -1,1                                            | -5,8   | -8      | -7,4   | -5,6  |
| Europa - EM           | 2,4                  | -5,6   | -2,8    | -1,4   | -1,8  | 0                                               | -6,6   | -3,7    | -2,6   | -3,2  |
| Czechy                | 0,7                  | -14,8  | -8,8    | -6,4   | -7,3  | -0,8                                            | -15,2  | -9,1    | -6,6   | -7,9  |
| Węgry                 | 2,4                  | -13,6  | -6,4    | -2,9   | -5,1  | -1,5                                            | -12,8  | -6      | -4,1   | -6    |
| Polska                | 1,9                  | -7,9   | -3,9    | -2,3   | -3,2  | -0,8                                            | -8,6   | -4,2    | -2,5   | -4,1  |
| Rumunia               | 3,9                  | -7,4   | -2,4    | -1,4   | -2    | 0                                               | -9,3   | -3,9    | -3,1   | -4,1  |
| Rosja                 | 1,8                  | -0,5   | -0,1    | 0,2    | 0,3   | 1,2                                             | -1,2   | -1,2    | -1,2   | -0,7  |
| Słowacja              | 0,8                  | -13,6  | -8,7    | -5,7   | -6,8  | -1                                              | -13,9  | -8,9    | -5,5   | -7,3  |
| Turcja                | 5,5                  | -10    | -4,9    | -1,7   | -3    | -0,7                                            | -12    | -5,4    | -3,1   | -5,3  |
| Ukraina               | -2,1                 | -5,6   | -4,8    | -4,6   | -4,4  | -3,3                                            | -7,2   | -7      | -7,2   | -6,4  |
| Afryka- Bliski Wschód | 1,3                  | -0,7   | 2,1     | 3,1    | 2,5   | -0,7                                            | -2,3   | -0,5    | 0,1    | -0,4  |
| Egipt                 | 4,5                  | 3      | 3,2     | 4      | 3,7   | -0,7                                            | -1,3   | -0,8    | -0,6   | -0,8  |
| Izrael                | 2,1                  | 3      | 3,8     | 4,2    | 3,3   | 0                                               | 0      | 0       | 0      | 0     |
| Nigeria               | 2,2                  | 0,5    | 1,2     | 1,8    | 1,4   | 0                                               | -1     | -0,3    | -0,2   | -0,4  |
| RPA                   | -4,2                 | -10,3  | 0,2     | 2,8    | -2,8  | -2,6                                            | -7,9   | -0,9    | 1,4    | -2,5  |

# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

|                                      | 2019  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 2020  |      |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|                                      | II    | III   | IV    | V     | VI    | VII   | VIII  | IX    | X     | XI    | XII   | I     | II   |
| <b>Strefa Realna</b>                 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
| Produkcja przemysłowa (% r/r)        | 6,9   | 5,5   | 9,2   | 7,6   | -2,6  | 5,8   | -1,5  | 5,5   | 3,7   | 1,4   | 3,8   | 1,1   | 4,9  |
| Produkcja przemysłowa (% m/m)        | -1,5  | 9,8   | -3,6  | -0,1  | -5,8  | 2,8   | -6,1  | 10,7  | 8,0   | -5,8  | -9,4  | 4,5   | 2,2  |
| Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)     | 7,0   | 6,3   | 9,7   | 7,7   | -3,3  | 6,6   | -1,6  | 5,8   | 3,8   | 0,2   | 3,8   | 1,9   | 5,7  |
| Prod. budowlano-montażowa (% r/r)    | 15,1  | 10,8  | 17,4  | 9,6   | -0,7  | 6,7   | 2,6   | 7,6   | -4,0  | -4,6  | -3,3  | 6,5   | 5,5  |
| Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie) | 5,6   | 1,8   | 11,9  | 5,6   | 3,7   | 5,7   | 4,4   | 4,3   | 4,6   | 5,2   | 5,7   | 3,5   | 7,3  |
| Stopa bezrobocia (%)                 | 6,1   | 5,9   | 5,6   | 5,4   | 5,3   | 5,2   | 5,2   | 5,1   | 5,0   | 5,1   | 5,2   | 5,5   | 5,5  |
| Zatrudnienie - przeds. (% r/r)       | 2,9   | 3,0   | 2,9   | 2,7   | 2,8   | 2,7   | 2,6   | 2,6   | 2,5   | 2,6   | 2,6   | 1,1   | 1,1  |
| <b>Ceny</b>                          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
| Inflacja (% r/r)                     | 1,2   | 1,7   | 2,2   | 2,4   | 2,6   | 2,9   | 2,9   | 2,6   | 2,5   | 2,6   | 3,4   | 4,3   | 4,7  |
| Inflacja (% m/m)                     | 0,4   | 0,3   | 1,1   | 0,2   | 0,3   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,2   | 0,1   | 0,8   | 0,9   | 0,7  |
| Wskaźnik cen producentów (% r/r)     | 2,9   | 2,5   | 2,6   | 1,4   | 0,5   | 0,5   | 0,9   | 0,8   | -0,3  | -0,1  | 1,0   | 0,9   | 0,1  |
| Wskaźnik cen producentów (% m/m)     | 0,5   | 0,1   | 0,4   | 0,2   | -0,5  | 0,1   | 0,3   | 0,4   | -0,6  | -0,2  | 0,1   | 0,1   | -0,2 |
| Płace - sektor przedsiębior. (% r/r) | 7,6   | 5,7   | 7,1   | 7,7   | 5,3   | 7,4   | 6,8   | 6,6   | 5,9   | 5,3   | 6,2   | 7,1   | 7,7  |
| <b>Przepływy zagraniczne</b>         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
| Saldo obrotów bieżących (mln EUR)    | -630  | 217   | 542   | 430   | -114  | -915  | -246  | 962   | 573   | 1.564 | 990   | 2.265 | -    |
| Saldo obrotów bieżących (%PKB)       | -0,9  | -0,6  | -0,5  | -0,4  | -0,4  | -0,3  | -0,2  | 0,2   | 0,4   | 0,6   | 1,1   | 1,1   | -    |
| Saldo obr. towarowych (mln EUR)      | -288  | 399   | 334   | -189  | 163   | -404  | -250  | 830   | 427   | 893   | 224   | 330   | -    |
| Eksport f.o.b. (mln EUR)             | 18522 | 19822 | 19473 | 19585 | 18104 | 18954 | 17301 | 20018 | 21757 | 20398 | 17220 | 19267 | -    |
| Eksport (% r/r)                      | 10,5  | 7,8   | 9,6   | 11,5  | -2,6  | 5,9   | -1,8  | 13,5  | 3,8   | -0,2  | 10,6  | 3,0   | -    |
| Import f.o.b. (mln EUR)              | 18810 | 19423 | 19139 | 19774 | 17941 | 19358 | 17551 | 19188 | 21330 | 19505 | 16996 | 18937 | -    |
| Import (% r/r)                       | 8,4   | 2,8   | 8,0   | 11,1  | -5,4  | 6,9   | -3,4  | 6,4   | -0,2  | -4,1  | 0,8   | 3,0   | -    |

# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

|                                    | 2019 |       |      |      |       |       |      |      |      |      |       |          | 2020 |
|------------------------------------|------|-------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|-------|----------|------|
|                                    | II   | III   | IV   | V    | VI    | VII   | VIII | IX   | X    | XI   | XII   | I        | II   |
| <b>Strefa monetarna</b>            |      |       |      |      |       |       |      |      |      |      |       |          |      |
| Podaż pieniądza M3 (% r/r)         | 9,8  | 9,9   | 10,4 | 9,9  | 9,3   | 9,9   | 9,9  | 9,4  | 9,3  | 9,4  | 8,3   | 9,3      | 9,4  |
| Depozyty gospod. domowych (% r/r)  | 11,2 | 11,4  | 11,8 | 11,7 | 11,1  | 10,9  | 11,3 | 11,1 | 10,2 | 10,2 | 9,3   | 9,1      | 8,6  |
| Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)   | 4,9  | 5,7   | 8,2  | 7,5  | 6,7   | 8,4   | 7,2  | 7,7  | 9,6  | 9,2  | 10,1  | 13,0     | 13,2 |
| Kredyty dla gosp. domowych (% r/r) | 6,5  | 6,9   | 6,9  | 6,1  | 6,0   | 6,8   | 6,8  | 7,2  | 6,4  | 6,3  | 6,0   | 6,6      | 6,5  |
| Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)    | 6,8  | 7,4   | 6,6  | 4,2  | 4,0   | 4,3   | 5,2  | 3,7  | 2,9  | 3,8  | 2,1   | 2,8      | 2,2  |
| <b>Rynki finansowe</b>             |      |       |      |      |       |       |      |      |      |      |       |          |      |
| Stopa referencyjna (koniec mies.)  | 1,50 | 1,50  | 1,50 | 1,50 | 1,50  | 1,50  | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50  | 1,50     | 1,50 |
| WIBOR 3M (średnio)                 | 1,72 | 1,72  | 1,72 | 1,72 | 1,72  | 1,72  | 1,72 | 1,72 | 1,72 | 1,71 | 1,71  | 1,71     | 1,71 |
| WIBOR 3M (koniec okresu)           | 1,72 | 1,72  | 1,72 | 1,72 | 1,72  | 1,72  | 1,72 | 1,72 | 1,71 | 1,71 | 1,71  | 1,71     | 1,71 |
| Bony 52 tyg. (koniec mies.)        | 1,48 | 1,57  | 1,61 | 1,54 | 1,40  | 1,19  | 1,30 | 1,24 | 1,06 | 1,01 | 1,04  | 1,16     | 1,36 |
| Obligacje 2-letnie (koniec mies.)  | 1,75 | 1,69  | 1,69 | 1,67 | 1,62  | 1,56  | 1,57 | 1,52 | 1,44 | 1,40 | 1,49  | 1,49     | 1,44 |
| Obligacje 5-letnie (koniec mies.)  | 2,33 | 2,20  | 2,35 | 2,11 | 1,98  | 1,89  | 1,68 | 1,78 | 1,73 | 1,75 | 1,83  | 1,80     | 1,56 |
| EUR/PLN (koniec okresu)            | 4,30 | 4,30  | 4,28 | 4,28 | 4,24  | 4,29  | 4,38 | 4,37 | 4,26 | 4,31 | 4,26  | 4,30     | 4,33 |
| USD/PLN (koniec okresu)            | 3,79 | 3,84  | 3,82 | 3,83 | 3,73  | 3,87  | 3,98 | 4,01 | 3,82 | 3,91 | 3,79  | 3,87     | 3,92 |
| EUR/USD (koniec okresu)            | 1,14 | 1,12  | 1,12 | 1,12 | 1,14  | 1,11  | 1,10 | 1,09 | 1,12 | 1,10 | 1,12  | 1,11     | 1,10 |
| <b>Wskaźniki fiskalne</b>          |      |       |      |      |       |       |      |      |      |      |       |          |      |
| Def. budżetowy skum. (mld PLN)     | 0,8  | 4,5   | 0,1  | 2,2  | 5,0   | 4,8   | 2,0  | 1,8  | 3,2  | 1,9  | 13,7  | -3,4     | -    |
| Def. budżetowy skum. (% planu)*    | 2,8% | 15,7% | 0,3% | 7,6% | 17,7% | 16,8% | 4,8% | 4,3% | 7,7% | 4,5% | 32,9% | plan = 0 |      |

# Prognozy dla gospodarki polskiej (1/3)

|                                            | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020P  | 2021P  |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Nominalny PKB (mld USD)                    | 546    | 478    | 472    | 528    | 586    | 590    | 599    | 668    |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1.720  | 1.800  | 1.861  | 1.989  | 2.116  | 2.265  | 2.268  | 2.439  |
| PKB per capita (USD)                       | 14.200 | 12.421 | 12.288 | 13.734 | 15.262 | 15.354 | 15.629 | 17.448 |
| Populacja (mln)                            | 38,5   | 38,5   | 38,4   | 38,4   | 38,4   | 38,4   | 38,3   | 38,3   |
| Stopa bezrobocia (%)                       | 11,5   | 9,8    | 8,2    | 6,6    | 5,8    | 5,2    | 10,9   | 9,9    |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                  | 3,3    | 3,8    | 3,1    | 4,9    | 5,1    | 4,1    | -3,2   | 4,7    |
| Inwestycje (% r/r)                         | 10,0   | 6,1    | -8,2   | 4,0    | 8,9    | 6,9    | -15,3  | 5,4    |
| Spożycie ogółem (% r/r)                    | 2,8    | 2,8    | 3,5    | 4,1    | 4,1    | 3,9    | -2,4   | 4,7    |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)            | 2,6    | 3,0    | 3,9    | 4,5    | 4,3    | 3,9    | -4,1   | 5,4    |
| Eksport (% r/r)                            | 6,7    | 7,7    | 8,8    | 9,5    | 6,3    | 4,2    | -8,1   | 4,5    |
| Import (% r/r)                             | 10,0   | 6,6    | 7,6    | 9,8    | 7,1    | 3,0    | -12,2  | 4,3    |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Inflacja CPI (% r/r)                       | -1,0   | -0,5   | 0,8    | 2,1    | 1,1    | 3,4    | 2,4    | 2,3    |
| Inflacja CPI (% średnia)                   | 0,0    | -0,9   | -0,6   | 2,0    | 1,6    | 2,3    | 3,1    | 2,2    |
| Płace nominalne (% r/r)                    | 3,8    | 3,5    | 4,1    | 5,9    | 7,1    | 6,6    | 3,7    | 3,2    |
| Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)     | 7,58   | 7,44   | 4,91   | 3,53   | 7,35   | 7,00   | 6,50   | 6,00   |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)   | 2,00   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 0,50   | 0,50   |
| WIBOR3M, (% koniec okresu)                 | 2,06   | 1,72   | 1,73   | 1,72   | 1,72   | 1,71   | 0,69   | 0,69   |
| USD/PLN (Koniec okresu)                    | 3,52   | 3,95   | 4,19   | 3,48   | 3,74   | 3,80   | 3,78   | 3,61   |
| USD/PLN (Średnia)                          | 3,15   | 3,77   | 3,94   | 3,77   | 3,61   | 3,84   | 3,88   | 3,67   |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                    | 4,26   | 4,29   | 4,40   | 4,18   | 4,29   | 4,26   | 4,35   | 4,29   |
| EUR/PLN (Średnia)                          | 4,18   | 4,18   | 4,36   | 4,25   | 4,26   | 4,30   | 4,37   | 4,30   |

# Prognozy dla gospodarki polskiej (2/3)

|                                           | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019P | 2020P | 2021P |
|-------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>         |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Rachunek bieżący                          | -11,4 | -2,6  | -2,5  | 0,8   | -5,9  | 6,7   | 9,7   | 13,7  |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)           | -2,1  | -0,6  | -0,5  | 0,2   | -1,0  | 1,1   | 1,6   | 2,1   |
| Saldo handlu zagranicznego                | -4,3  | 2,5   | 3,2   | 1,5   | -6,1  | 2,7   | 16,6  | 18,3  |
| Eksport                                   | 210,7 | 191,1 | 196,4 | 228,2 | 254,0 | 257,2 | 228,7 | 253,0 |
| Import                                    | 215,0 | 188,6 | 193,2 | 226,6 | 260,1 | 254,5 | 212,1 | 234,6 |
| Saldo usług                               | 12,1  | 12,1  | 15,4  | 20,3  | 25,9  | 27,2  | 17,5  | 21,5  |
| Saldo dochodów                            | -18,6 | -16,3 | -19,6 | -21,1 | -22,6 | -21,4 | -21,6 | -22,7 |
| Rezerwy międzynarodowe                    | 94,1  | 89,4  | 109,5 | 108,0 | 110,4 | 117,4 | 126,4 | 133,4 |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>          |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95) | -3,6  | -2,6  | -2,2  | -1,5  | -0,2  | -0,8  | -7,5  | -5,2  |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicz. | -1,7  | -0,9  | -0,5  | 0,1   | 1,2   | 0,6   | -6,1  | -3,9  |
| Dług publiczny (Polska metodologia)       | 48,1  | 48,7  | 51,9  | 48,4  | 46,5  | 44,3  | 52,1  | 53,0  |

## Prognozy długoterminowe

|                                          | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P |
|------------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Realny wzrost PKB (% r/r)                | 4,1  | -3,2  | 4,7   | 3,2   | 2,7   | 2,5   |
| Inflacja CPI (% średnia)                 | 2,3  | 3,1   | 2,2   | 2,6   | 2,6   | 2,3   |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)          | 1,1  | 1,6   | 2,1   | 1,6   | 1,1   | 1,0   |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu) | 1,50 | 0,50  | 0,50  | 0,75  | 1,50  | 1,50  |
| USD/PLN (Koniec okresu)                  | 3,80 | 3,78  | 3,61  | 3,46  | 3,29  | 3,13  |
| USD/PLN (Średnia)                        | 3,84 | 3,88  | 3,67  | 3,50  | 3,37  | 3,20  |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                  | 4,26 | 4,35  | 4,29  | 4,25  | 4,25  | 4,25  |
| EUR/PLN (Średnia)                        | 4,30 | 4,37  | 4,30  | 4,26  | 4,25  | 4,25  |

# Prognozy dla gospodarki polskiej (3/3)

## Wybrane prognozy kwartalne

|                                        | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 1Q21  | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 |
|----------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| Wzrost PKB (r/r, realnie)              | 3,2  | 1,9  | -7,9  | -3,9  | -2,3  | 1,2   | 8,9  | 5,9  | 3,7  | 3,3  | 3,2  | 3,2  | 3,2  |
| Konsumpcja indywidualna (r/r, realnie) | 3,3  | 1,1  | -10,1 | -4,6  | -2,8  | 0,2   | 12,2 | 5,7  | 3,4  | -    | -    | -    | -    |
| Inwestycje (r/r, realnie)              | 4,9  | -0,2 | -24,9 | -19,9 | -16,4 | -12,1 | 17,1 | 10,7 | 5,7  | -    | -    | -    | -    |
| Inflacja CPI (r/r)                     | 2,8  | 4,4  | 2,8   | 2,5   | 2,7   | 2,4   | 2,8  | 2,8  | 2,8  | 2,7  | 2,6  | 2,6  | 2,6  |
| Stopa referencyjna NBP (koniec okresu) | 1,50 | 1,00 | 0,50  | 0,50  | 0,50  | 0,50  | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,75 | 0,75 |
| WIBOR3M (koniec okresu)                | 1,71 | 1,18 | 0,68  | 0,68  | 0,68  | 0,68  | 0,68 | 0,68 | 0,68 | 0,68 | 0,68 | 0,93 | 0,93 |

Źródło: GUS, NBP, Reuters, Citi Handlowy



## Biuro Głównego Ekonomisty

**Piotr Kalisz, CFA**

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek, CFA**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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](mailto: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 tożsamych 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 nr. KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.