

CitiMonthly

Nowa fala przygasza optymizm

- Seria danych z ostatnich dwóch miesięcy wskazuje, że wzrost gospodarczy w III kwartale był najprawdopodobniej znacznie silniejszy od wcześniejszych przewidywań. Fakt ten znajduje odzwierciedlenie w naszych najnowszych prognozach, które zakładają odbicie PKB o około 6,7% kw/kw.
- Po lepszym od prognoz trzecim kwartale, ostatnie miesiące roku mogą jednak przynieść rozczarowanie. W IV kw. spodziewamy się stagnacji lub nawet lekkiego spadku PKB w ujęciu kwartał-do-kwartału. W sumie jednak rewizje oznaczają, że recesja w całym roku może być mniejsza niż dotychczas zakładaliśmy (-3,1% vs. -4%).
- Głównym czynnikiem ciążącym na aktywności ekonomicznej w najbliższych miesiącach będzie coraz widoczniejsze pogorszenie się sytuacji pandemicznej. Pod względem wpływu na gospodarkę, nowa fala zachorowań będzie się znacznie różnić od tej z wiosny br. Mimo to, biorąc pod uwagę dynamikę z jaką zmienia się sytuacja pandemiczna, ryzyko dla naszych prognoz jest przechylone w stronę słabszej od przewidywanej aktywności.
- Nasza zrewidowana ścieżka PKB wskazuje, że strumień PKB może osiągnąć poziomy sprzed pandemii około II kwartału 2021 roku. Pełne odrobienie strat w tym czasie i powrót do poziomów zgodnych z wcześniejszym trendem wydają się jednak mało prawdopodobne.
- Pomimo wyższej ścieżki PKB Rada Polityki Pieniężnej zapewne pozostawi stopy procentowe bez zmian przynajmniej do połowy 2022 roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

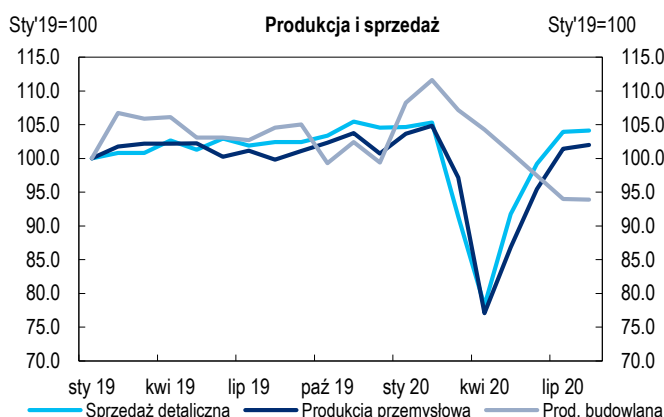
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Nowa fala przygasza optymizm

Miesięczne dane za lipiec i sierpień tchnęły trochę optymizmu w prognozy gospodarcze. Dzięki stopniowemu otwarciu europejskiej gospodarki i ożywieniu wymiany handlowej produkcja przemysłowa wyraźnie wzrosła i w sierpniu osiągnęła poziom o 1,8% wyższy niż przed rokiem (dane skorygowane o różnice w czasie pracy). Wciąż jednak nie odrobiono w pełni wcześniejszych strat – mimo wzrostów, sierpniowa produkcja była o 2,7% niższa niż w lutym, ostatnim miesiącu przed wprowadzeniem „lockdownu”. Silne odbicie odnotowano również w sprzedaży detalicznej, która według naszych szacunków była w sierpniu wyższa o 1,7% w porównaniu z analogicznym miesiącem poprzedniego roku oraz o 1.1% niższa niż w lutym. Można przypuszczać, że letnie wyniki sprzedaży detalicznej zostały zawyżone przez zaburzony wzorzec urlopowy – tym razem liczba gospodarstw domowych wyjeżdżających za granicę była zdecydowanie niższa. Oznacza to, że z tego tytułu wrześniowe dane o sprzedaży mogą już nie być aż tak dobre jak wskazuje ostatni trend. Spośród dostępnych miesięcznych danych rozczarowały tylko wyniki produkcji budowlanej, która po początkowym okresie dobrych wyników zaczęła wykazywać oznaki głębszego załamania.

Wykres 1. Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna wyraźnie wzrosły, a budownictwo wciąż hamuje



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Dostępne kwartalne dane zapowiadają silne odbicie PKB w III kwartale



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

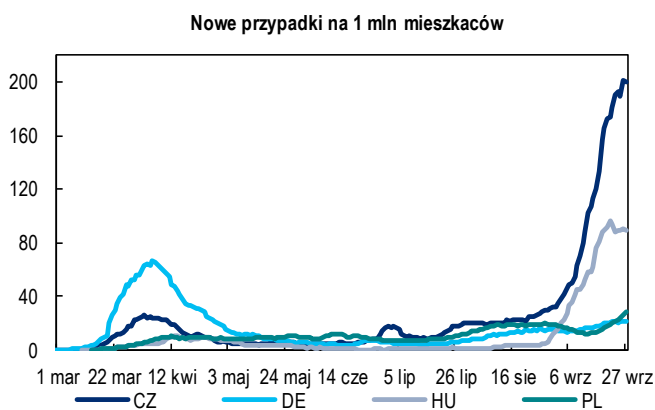
Na podstawie dostępnych danych szacujemy, że w całym III kwartale produkcja przemysłowa oraz sprzedaż mogą wzrosnąć w tempie dwucyfrowym (kw/kw). Niemniej dane miesięczne nie obejmują sektora usług, który najbardziej ucierpiał podczas „lockdownu” i jeszcze w pełni się nie odbudował. Oznacza to, że wzrost PKB będzie niższy niż sugerowałyby produkcja przemysłowa lub sprzedaż detaliczna, choć najprawdopodobniej jednocześnie będzie on wyższy niż pierwotnie zakładaliśmy. Biorąc to pod uwagę we wrześniu zdecydowaliśmy się na podniesienie naszej prognozy wzrostu gospodarczego w III kwartale do 6,7% kw/kw, wobec około 5% przed rewizją.

Kolejne miesiące rozczarują?

Pomimo lepszego od prognoz trzeciego kwartału, spodziewamy się, że czwarty kwartał może być ponownie źródłem rozczarowania. Po pierwsze, dane miesięczne wskazują na stopniowe wyhamowanie

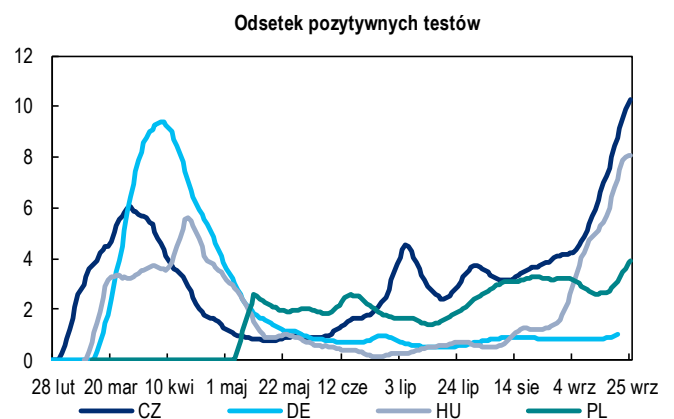
aktywności, która w głównych obszarach odrobiła znaczną część strat. Z tego powodu potencjał do dalszych równie dynamicznych wzrostów po prostu się wyczerpał. Po drugie, sytuacja pandemiczna na jesieni będzie odgrywać zdecydowanie większą rolę niż w miesiącach letnich. Po kilku tygodniach, w których znaczne wzrosty zachorowań notowano w krajach sąsiednich, a w Polsce sytuacja wydawała się stabilna, ostatnie dni przyniosły znaczne pogorszenie trendów epidemicznych w kraju. Liczba potwierdzonych przypadków w Polsce przekroczyła w ostatni weekend września poziom 1500 osób (3-dniowa średnia krocząca), co oznaczało niemal 70% wzrost w ciągu tygodnia.

Wykres 3. Dotychczasowa sytuacja pandemiczna w Polsce pozytywnie wyróżniała się na tle regionu, ale dane z ostatnich tygodni zapowiadają znaczne pogorszenie



Źródło: ourworldindata.org, Citi Handlowy

Wykres 4. Rośnie odsetek testów na COVID dających pozytywny wynik



Źródło: ourworldindata.org, Citi Handlowy

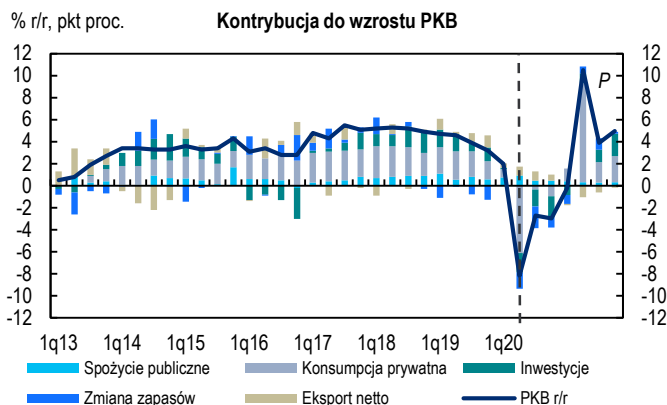
Biorąc pod uwagę w miarę stabilną liczbę testów, tak znaczny wzrost wykrywanych przypadków wydaje się niepokojący. Według danych z 28.09. odsetek pozytywnych testów liczony jako trzydniowa średnia krocząca przekroczył 8%, sugerując rozszerzanie się pandemii. Co prawda liczba zajętych łóżek szpitalnych oraz respiratorów wciąż wydają się relatywnie niskie, ale oba wskaźniki odnotowały wyraźne wzrosty. Według stanu na 27.09. liczba osób hospitalizowanych osiągnęła 2305 (+16% w ciągu tygodnia), a liczba używanych respiratorów wzrosła o 57% do 130 sztuk. Biorąc pod uwagę wzrost potwierdzonych zachorowań, można przypuszczać, że z opóźnieniem 1-2 tygodni doprowadzi to również do dalszego przyrostu liczby najpoważniejszych przypadków.

Pandemia wciąż ciąży na wzroście

Wpływ pandemii na aktywność gospodarczą może w najbliższych miesiącach wyglądać inaczej niż w marcu i kwietniu. Po pierwsze, mało prawdopodobny jest powszechny lockdown, polegający na „wyłączeniu” w całym kraju znacznej części gospodarki. Zdobyta w ostatnich miesiącach wiedza o sposobie rozprzestrzeniania się wirusa oznacza, że obostrzenia mogą być bardziej punktowe, zarówno w sensie geograficznym, jak i sektorowym. Po drugie, zmiany w sposobie organizacji pracy w wielu firmach oraz zmiany zachowania pracowników oznaczają, że przedsiębiorstwa mogą działać nawet w okresie nowej fali zachorowań. Po trzecie, obecnie służba zdrowia lepiej sobie radzi z leczeniem przypadków koronawirusa, co stanowi zapewne jeden z powodów, dla których nowa fala

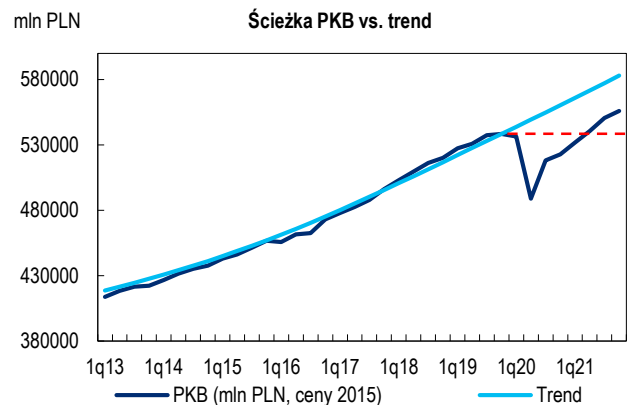
wydaje się prowadzić do mniejszej śmiertelności (w porównaniu z marcem/kwietniem). Z powyższych powodów nie spodziewamy się, aby jesienna fala COVID-19 miała tak znaczny (tj. kilkuprocentowy) wpływ na PKB, jak fala wiosenna.

Wykres 5. Lustrzanym odbiciem recesji w II kw. br. Będzie około 10% wzrost w II kw. 2021 roku...



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS

Wykres 6. Kwartalny strumień PKB może wrócić do poziomu sprzed pandemii około II kw. 2021 roku, jednak nie uda się odrobić zaległości w stosunku do dotychczasowego trendu



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Eurostat. Uwaga: Trend szacowany na podstawie filtru HP.

Sądzymy jednak, że wpływ pandemii będzie zauważalny i niewykluczone, że większy niż obecnie zakłada konsensus. Po pierwsze, nawet bez powszechnego lockdownu znaczny wzrost zachorowań zapewne doprowadzi do osłabienia popytu konsumpcyjnego, szczególnie w zakresie usług. Konsumenci mogą się ponownie obawiać zatłoczonych miejsc, a warunki pogodowe będą uniemożliwiać korzystanie z niektórych usług poza zamkniętymi pomieszczeniami. Po drugie, gospodarka będzie odczuwać nie tylko efekt tego jednego szoku, lecz skumulowany efekt szoków zarówno z wiosny, jak i jesieni. Po trzecie, rosnąca liczba zachorowań prowadzi niemal automatycznie do większej liczby osób objętych kwarantanną. W praktyce może to oznaczać dwutygodniowe wykluczenie z rynku pracy znacznej części pracowników. Biorąc pod uwagę, że ta sama osoba może zostać poddana kwarantannie więcej niż jeden raz, wpływ na podaż pracy w IV kwartale może być na tyle istotny, że będzie stanowił dla niektórych firm poważną barierę. Największym zagrożeniem byłoby ponowne zamknięcie szkół, które zmusiłoby rodziców do pozostania w domu i przez to dodatkowo zaciężałoby na dynamice potencjału produkcyjnego. Świadomość tego zagrożenia zapewne sprawia, że rząd stara się uniknąć zamykania szkół (szczególnie podstawowych) i nasz podstawowy scenariusz zakłada, że ta sytuacja się nie zmieni. Niemniej, o tym czy tę decyzję uda się podtrzymać zdecyduje rzeczywista sytuacja pandemiczna. Gdyby okazała się ona na tyle poważna, że ograniczone zostałyby nauczanie stacjonarne, wpływ na aktywność gospodarczą mógłby być znacznie silniejszy od przewidywanego.

Mniejsza skala recesji

Biorąc pod uwagę nową ścieżkę wzrostu gospodarczego (silniejszy wzrost w III kwartale i słabszy w IV kw.), szacujemy, że tegoroczny spadek PKB może wynieść około 3,1%. Byłby to wynik lepszy niż 4% recesji

prognozowane przed rewizją, jednak, jak sygnalizowaliśmy powyżej, ze względu na pogarszającą się sytuację pandemiczną bilans ryzyk jest przechylony w kierunku głębszej recesji. Po stronie struktury wzrostu gospodarczego, obecnie oczekujemy mniejszej skali spadku nakładów inwestycyjnych. Częściowo przyczyniać się do tego będzie silny wzrost nakładów publicznych, ale również mniejsze spadki inwestycji prywatnych związane z poprawą perspektyw wzrostu w Niemczech i u innych głównych partnerów handlowych Polski.

Tabela 7. Prognozy kwartalne

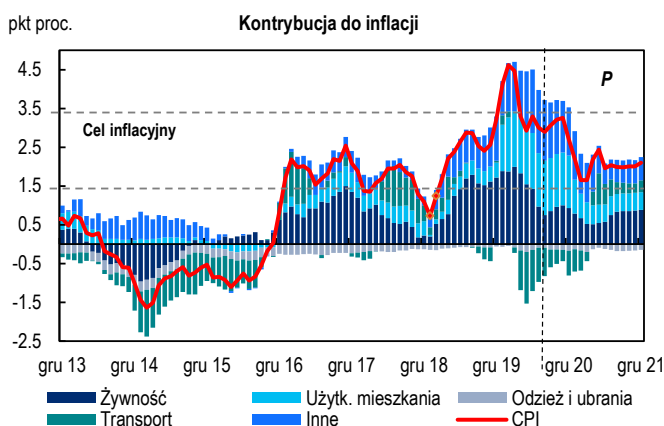
	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21
PKB (r/r)	-2,7	-3,0	-0,2	10,5	3,9	5,0
Konsumpcja (r/r)	-0,6	-1,9	1,8	15,3	3,1	4,8
Inwestycje (r/r)	-9,1	-8,0	-6,9	5,6	6,5	8,2
Inflacja (średniorocznie)	3,0	3,1	1,8	2,2	2,0	2,0
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	6,1	6,9	7,2	6,9	6,8	7,0
Stopa referencyjna	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
EUR/PLN (koniec okresu)	4,53	4,44	4,39	4,35	4,34	4,33
USD/PLN (koniec okresu)	3,87	3,73	3,63	3,57	3,53	3,52

Źródło: GUS, NBP, Reuters, prognozy Citi Handlowy

Bez podwyżek stóp procentowych

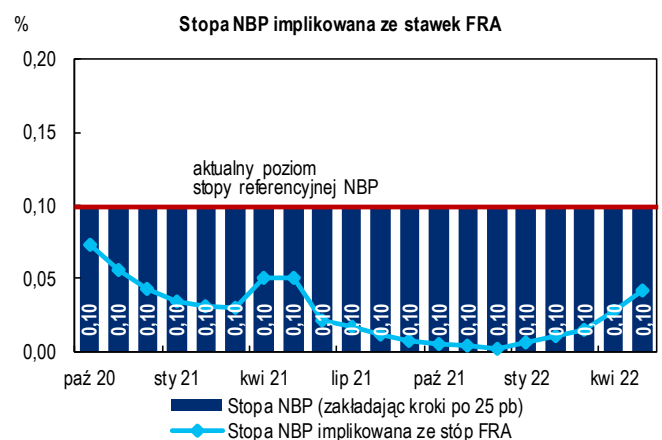
Pomimo lepszych od oczekiwań danych o aktywności w kraju, naszym zdaniem szanse na zacieśnienie polityki pieniężnej są na razie niewielkie. Samo pytanie o możliwość podwyżek stóp procentowych nie jest bezzasadne, szczególnie biorąc pod uwagę, że we wrześniu na podwyżkę stopy 1-tygodniowej zdecydował się już węgierski bank centralny. Niemniej węgierscy i polscy bankierzy centralni znajdują się w odmiennej sytuacji - decyzja MNB była motywowana próbą stabilizacji kursu forinta, podczas gdy RPP w ostatnich miesiącach kilkakrotnie sygnalizowała, że preferowałaby słabszego złotego.

Wykres 8. Inflacja do końca roku powinna oscylować w pobliżu 3%...



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 9. Stopy procentowe w Polsce najprawdopodobniej pozostaną bez zmian przez około dwa lata



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

O tym, że RPP nie planuje podwyżek świadczą między innymi wypowiedzi prezesa Głapińskiego opublikowane w drugiej połowie września w formie artykułu (DGP, 18 września). W tekście tym szef banku centralnego wyraźnie zasygnalizował, że NBP powinien utrzymywać łagodną politykę

pieniężną, między innymi ze względu na oczekiwany spadek inflacji oraz ze względu na perspektywę wygasania rządowych pakietów antykrzysowych. Przedstawione argumenty jednoznacznie wskazują, że Rada Polityki Pieniężnej nie nosi się z zamiarem zacieśniania polityki monetarnej. Dlatego też podtrzymujemy nasz scenariusz i spodziewamy się, że stopa referencyjna w Polsce pozostanie bez zmian przynajmniej do połowy 2022 roku, a nie wykluczone, że dłużej. Ponadto, NBP będzie kontynuował program skupu aktywów przynajmniej w 2021 roku. Jego wcześniejsze zakończenie byłoby ryzykownym posunięciem, szczególnie biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą rozwoju pandemii, a także perspektywę wysokiego deficytu fiskalnego.

Tabela 10. Prognoza inflacji

	wrz 20	paź 20	lis 20	gru 20	sty 21	lut 21	mar 21	kwi 21	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21
Inflacja r/r	3,1	3,2	3,3	2,7	2,2	1,7	1,6	2,2	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1
Inflacja m/m	0,1	0,4	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,4	0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,4	0,2	0,3

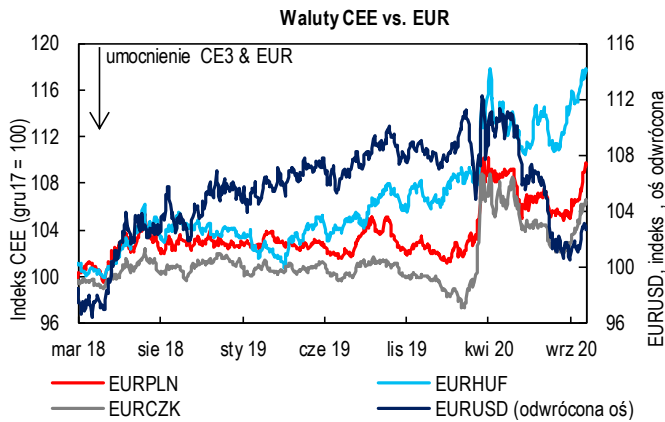
Źródło: Prognozy Citi handlowy na podstawie danych GUS

Rynek walutowy

Spadek kursu EURUSD oraz wzrost obaw o ożywienie gospodarcze w związku z drugą falą COVID w Europie przyczyniły się do osłabienia złotego. Rosnąca liczba zachorowań i zaostrzenie restrykcji w wielu krajach europejskich doprowadziło do osłabienia euro i zwiększenia awersji do ryzyka. Choć przed miesiącem sygnalizowaliśmy możliwość osłabienia złotego, to jego skala okazała się zaskoczeniem. Negatywnie na złotego oddziaływała również akomodacyjna polityka NBP, która wybijała się na tle jastrzębiej retoryki CNB oraz podwyżki stóp przez MNB. Ponadto w ostatnich miesiącach NBP zawierał w swoich komunikatach sformułowanie, że *„tempo ożywienia gospodarczego może być ograniczane przez brak wyraźnego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP”*, co sugerowało akceptację banku centralnego dla osłabienia PLN. Taki zestaw czynników sprawił, że osłabienie złotego wobec euro było największe w regionie.

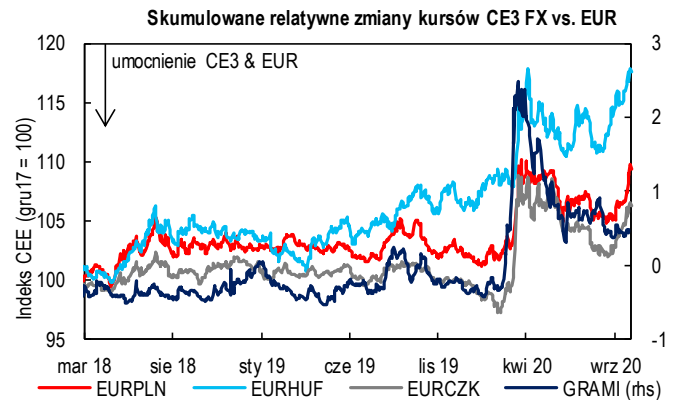
W bazowym scenariuszu wciąż spodziewamy się umocnienia złotego w kolejnych miesiącach, choć najbliższe tygodnie mogą przynieść podwyższoną zmienność. Druga fala COVID, powrót restrykcji w Europie, ryzyko znacznego przyrostu zachorowań w Polsce oraz kampania wyborcza w USA mogą przyczyniać się do utrzymania słabszych nastrojów na rynkach. Niemniej prognozy Citi w perspektywie kolejnych miesięcy zakładają dalszy wzrost kursu EURUSD w stronę 1,20, a w kolejnych latach w kierunku 1,30. Ewentualne umocnienie euro oraz rekordowa nadwyżka w obrotach bieżących i dalszy wysoki napływ środków unijnych mogą naszym zdaniem doprowadzić do stopniowego umocnienia złotego. Z drugiej strony niski poziom stóp procentowych oraz łagodne nastawienie RPP mogą przyczyniać się do zwiększonej zmienności i gwałtowniejszych ruchów złotego w okresach awersji do ryzyka.

Wykres 9. Waluty regionu tracący wobec umocnienia dolara



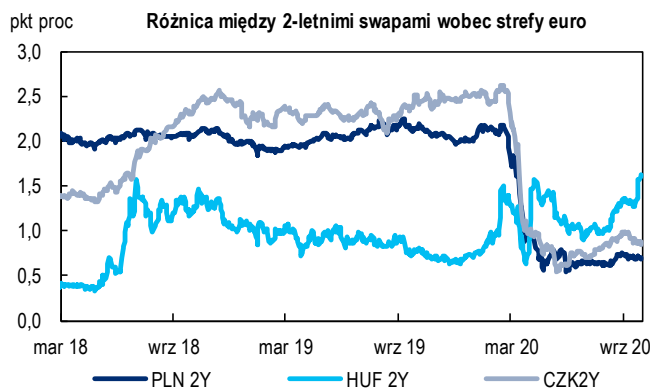
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 10. ... mimo utrzymania indeksów awersji do ryzyka na dosyć niskich poziomach



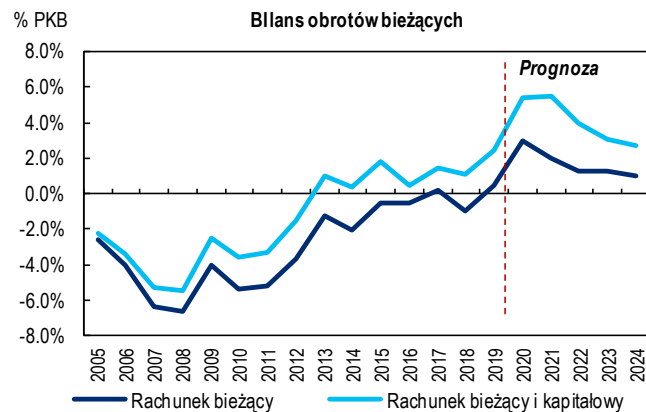
Źródło: Reuters, Citi Handlowy, GRAMi – Global Macroeconomic Risk Aversion Index

Wykres 11. Negatywnie na złotego wpływa najbardziej łagodna w regionie polityka pieniężna (poziom stóp i ton RPP)



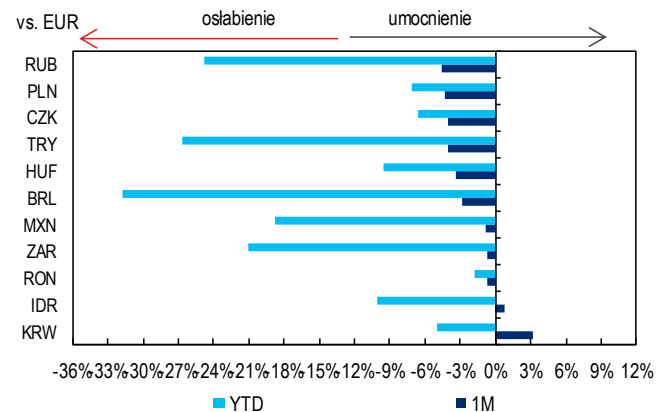
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 13. Wsparciem dla złotego będzie dobra sytuacja w obrotach bieżących dzięki eksportowi, niskim dywidendom i napływowi środków UE na rachunek kapitałowy



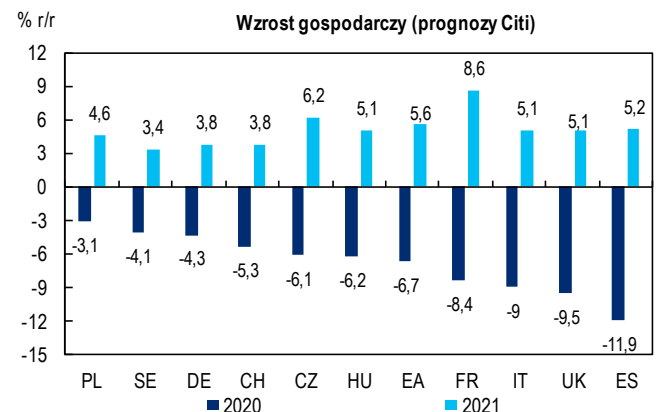
Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

Wykres 12. W rezultacie w ostatnim miesiącu złoty był jedną z najsłabszych walut gospodarek wschodzących wobec euro



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 14. Mniejsza skala spadku PKB na tle Europy może korzystnie wpływać na złotego



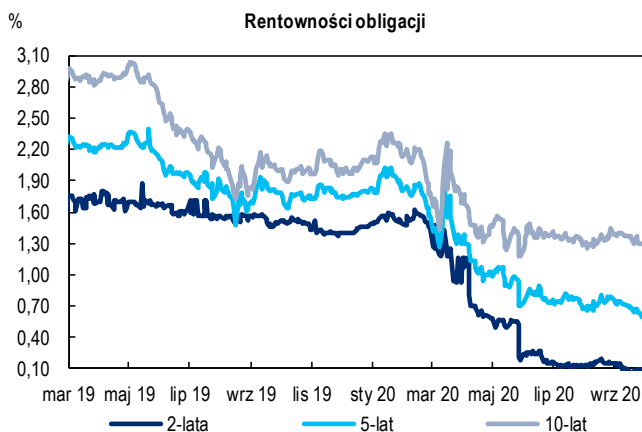
Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Rynek stopy procentowej

W ostatnim miesiącu doszło do niewielkiego wystromienia krzywej rentowności obligacji, przy nieco większym umocnieniu na krótkim końcu krzywej. Jednocześnie doszło do spadku stóp swap o 14-17 pb, przy niewielkim wzroście spreadów kredytowych. Do spadku stóp rynkowych przyczyniła się gołębia retoryka RPP, która sprzyjała spadkowi stawek FRA. Spadkowi stóp rynkowych sprzyjały spadek inflacji i inflacji netto oraz negatywne niespodzianki w danych makroekonomicznych publikowanych w ostatnich tygodniach.

Oczekujemy wzrostu rentowności i wystromienia krzywych stóp rynkowych w kolejnych miesiącach. Naszym zdaniem najbliższe tygodnie mogą przynieść utrzymanie stóp rynkowych na niskich poziomach w związku z możliwym osłabieniem ożywienia gospodarczego w IV kw. oraz gołębiem tonem RPP. Jednak do stopniowego wzrostu stóp i wystromienia krzywej mogłoby dojść w przyszłym roku, w miarę powrotu PKB do poziomu sprzed pandemii. W kierunku nieco wyższych spreadów kredytowych mogą oddziaływać wysokie potrzeby pożyczkowe w przyszłym roku, choć obecność NBP na rynku będzie ograniczać ich wzrost. Szacujemy, że resort finansów sfinansował już tegoroczne potrzeby pożyczkowe i skupi się na prefinansowaniu potrzeb na 2021 r. Oczekujemy sprzedaży obligacji do końca roku na poziomie ok. 20-25 mld zł z ryzykiem w dół w związku z dużymi rezerwami płynnościowymi Ministerstwa Finansów (ok. 127 mld zł). W związku z tym, że popyt uczestników rynku na obligacje pozostaje stosunkowo wysoki (a ich skłonność do sprzedaży papierów NBP niska) zakładamy, że skup obligacji przez NBP do końca roku będzie stosunkowo niewielki, a łączna skala skupu obligacji wyniesie ok. 5,5% PKB wobec 4,7% obecnie. Jednocześnie zgodnie z komunikacją w *Założeniach polityki pieniężnej na 2021 r.* możliwe są dalsze zakupy obligacji przez NBP w przyszłym roku.

Wykres 15. Rentowności obligacji nie zmieniły się istotnie w ciągu miesiąca



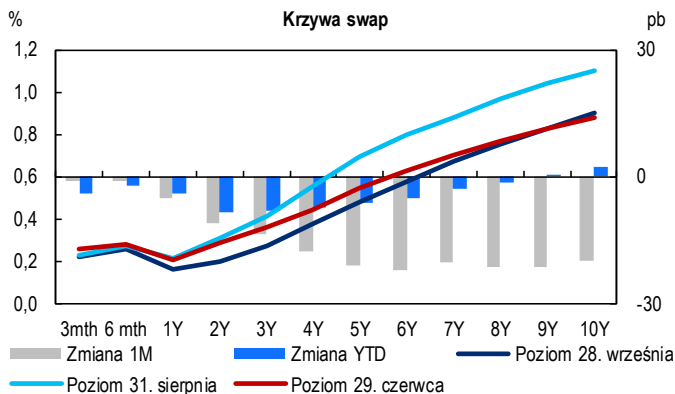
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Krzywa rentowności pozostała dosyć stroma



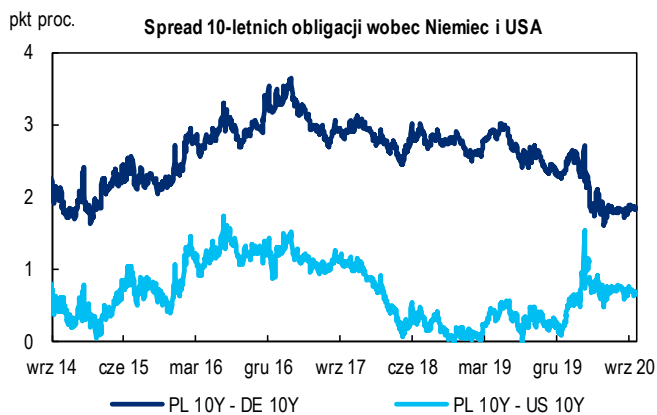
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 17. Stopy swap zaczęły spadać na krótkim końcu krzywej



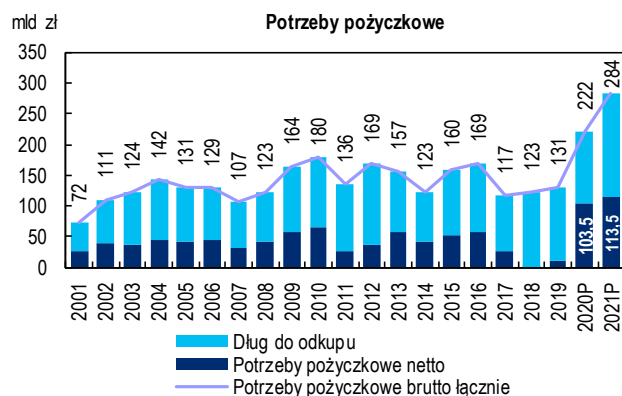
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 19. Spread wobec Bundów i amerykańskich Treasuries pozostał stabilny w ostatnim miesiącu



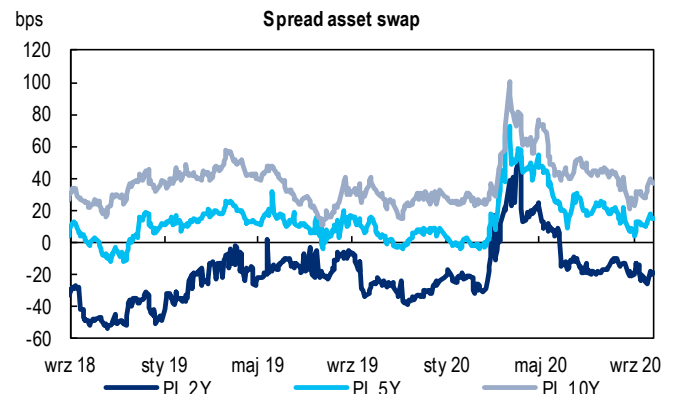
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 21. Potrzeby pożyczkowe mogą być mniejsze o ok. 30 mld zł od założeń resortu finansów, ale w przyszłym roku ponownie wzrosną



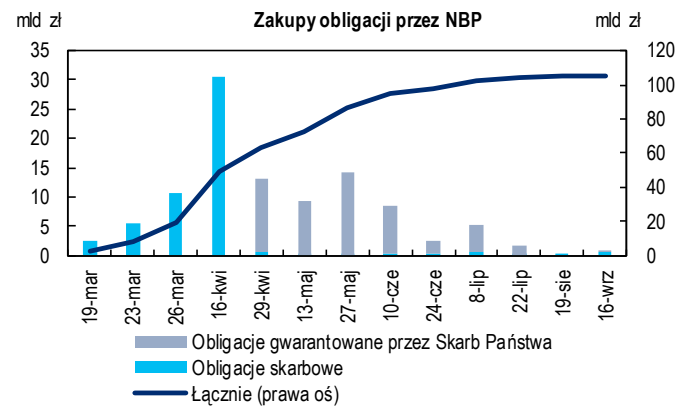
Źródło: prognoza Ministerstwa Finansów, Citi Handlowy

Wykres 18. Spready kredytowe asset swap wzrosły



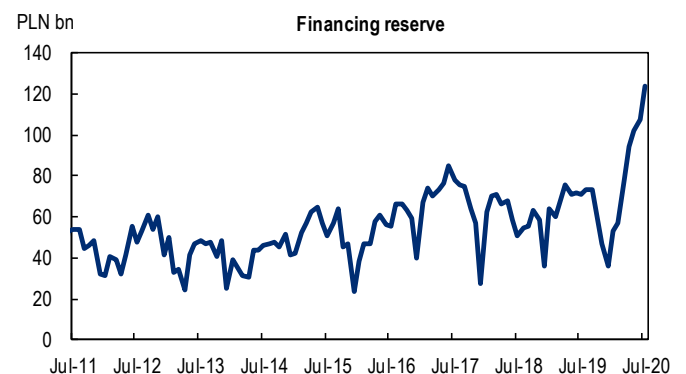
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 20. NBP kupił obligacje skarbowe (ok 53 mld zł) i z gwarancją Skarbu Państwa (ok. 52 mld zł) w łącznej wysokości ok. 4,7% PKB.



Źródło: PAP, NBP, Citi Handlowy

Wykres 22. Ministerstwo Finansów może ograniczyć poduszkę płynnościową w kolejnych miesiącach



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 2. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2019					2020							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-1,5	5,6	3,7	1,4	3,8	1,1	4,8	-2,5	-24,6	-16,9	0,5	1,1	1,5
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-6,1	10,8	7,9	-5,8	-9,4	4,5	2,2	2,2	-25,5	10,3	13,9	3,4	-5,8
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-1,5	5,8	3,7	0,2	3,8	2,0	5,7	-3,2	-27,5	-18,4	0,9	1,1	2,0
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	2,6	7,6	-4,1	-4,7	-3,3	6,4	5,5	3,7	-0,9	-5,1	-2,3	-11,0	-12,1
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	4,4	4,3	4,6	5,2	5,7	3,5	7,3	-9,0	-22,9	-7,7	-1,3	3,0	0,5
Stopa bezrobocia (%)	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9
Inflacja (% m/m)	0,0	0,0	0,2	0,1	0,8	0,9	0,7	0,2	-0,1	-0,2	0,6	-0,2	-0,1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-1,2
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,3	0,4	-0,6	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,2	0,4	0,3	-0,3
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-820	846	535	1.139	253	2.263	949	1.292	1.156	2.321	2.842	1.620	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0,6	-0,3	-0,1	0,1	0,4	0,4	0,8	1,0	1,3	1,8	2,3	2,8	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-206	768	334	984	227	371	1037	124	-48	1389	2666	998	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	17405	19933	21775	20607	16993	19621	20049	19138	13789	15793	18689	19563	-
Eksport (% r/r)	-1,2	13,0	3,9	0,8	9,1	5,0	8,9	-5,7	-29,1	-19,3	3,0	2,7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	17611	19165	21441	19623	16766	19250	19012	19014	13837	14404	16023	18565	-
Import (% r/r)	-3,0	6,2	0,3	-3,5	-0,6	4,4	0,9	-3,5	-28,1	-27,4	-10,7	-3,9	-
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,9	9,4	9,3	9,4	8,3	9,3	9,4	11,8	14,0	16,0	18,1	16,8	16,2
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	11,3	11,1	10,2	10,2	9,3	9,1	8,6	9,2	10,0	11,2	12,1	11,6	10,4
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7,2	7,7	9,6	9,2	10,1	13,0	13,2	18,1	18,0	24,6	30,1	27,5	28,0
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	6,8	7,2	6,4	6,3	6,0	6,6	6,5	6,9	6,4	4,8	4,4	3,4	2,6
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5,2	3,7	2,9	3,8	2,1	2,8	2,2	4,1	3,9	1,9	0,0	-2,4	-3,7
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 3M (średnio)	1,72	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,44	0,93	0,48	0,27	0,25	0,23
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,17	0,68	0,28	0,26	0,23	0,23
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,30	1,24	1,06	1,01	1,04	1,16	1,36	0,87	0,52	0,14	0,03	0,11	0,15
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,57	1,52	1,44	1,40	1,49	1,49	1,44	0,92	0,59	0,18	0,17	0,12	0,15
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	1,68	1,78	1,73	1,75	1,83	1,80	1,56	1,30	0,98	0,70	0,73	0,67	0,76
EUR/PLN (koniec okresu)	4,38	4,37	4,26	4,32	4,26	4,30	4,34	4,55	4,54	4,45	4,47	4,41	4,40
USD/PLN (koniec okresu)	3,97	4,00	3,82	3,93	3,80	3,90	3,93	4,15	4,17	4,00	3,98	3,72	3,69
EUR/USD (koniec okresu)	1,10	1,09	1,12	1,10	1,12	1,10	1,10	1,10	1,09	1,11	1,12	1,19	1,19
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	2,0	1,8	3,2	1,9	13,7	-3,4	3,3	9,4	18,9	25,9	17,1	16,3	13,3
Def. budżetowy skum. (% planu)	6,9%	6,3%	11,2%	6,6%	48,2%	-3,1%	3,0%	8,6%	17,3%	23,7%	15,7%	14,9%	12,2%

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	587	590	581	685
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.265	2.269	2.439
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.270	15.348	15.181	17.883
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	6,9	7,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-3,1	4,6
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-7,5	4,9
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-1,5	5,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-3,0	6,0
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-8,9	4,2
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-10,5	5,2
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,7	2,1
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	2,0
Plące nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,0	4,3
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,58	7,44	4,91	3,53	7,40	4,70	6,50	6,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,27	0,27
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,50	1,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,54	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,73	3,52
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,59
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,44	4,33
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,43	4,37
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-6,0	2,5	17,6	13,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	0,4	3,0	2,0
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	2,7	10,2	7,6
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	257,9	249,0	275,1
Import	215,0	188,6	193,1	226,6	260,1	255,2	238,8	267,5
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	28,2	24,1	27,0
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-26,4	-14,7	-19,4
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	115,8	117,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,6	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-11,1	-5,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-10,0	-4,3
Dług sektora rządowego i samorządowego	50,4	51,3	54,2	50,6	48,8	46,0	60,8	62,9

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 4. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,1	-3,1	4,6	3,2	3,0	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	2,3	3,4	2,0	2,4	2,6	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,4	3,0	2,0	1,1	1,1	0,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	0,10	0,10	0,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,80	3,73	3,52	3,41	3,32	3,21
USD/PLN (Średnia)	3,84	3,90	3,59	3,46	3,35	3,26
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,44	4,33	4,30	4,28	4,27
EUR/PLN (Średnia)	4,30	4,43	4,37	4,31	4,29	4,28

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. Jakkolwiek 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 tożsamy 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 jakkolwiek 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.
