

# CitiMonthly

## Wielki powrót inflacji?

Piotr Kalisz, CFA  
Cezary Chrapek, CFA  
Maj 2021

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

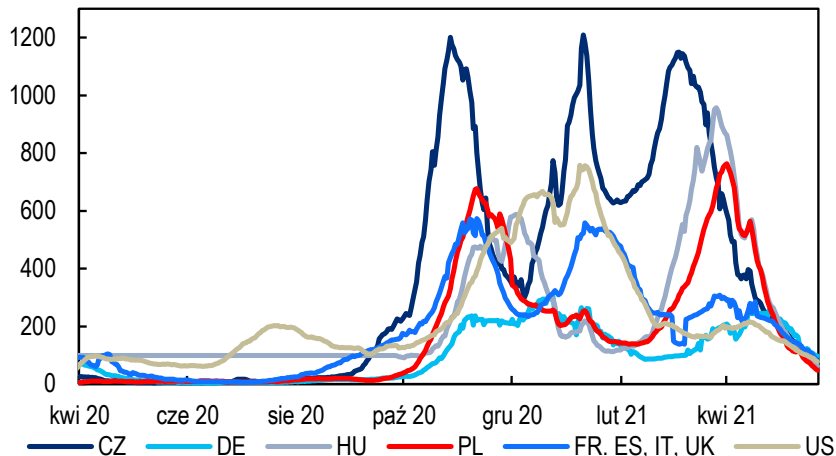
 **citi handlowy**<sup>®</sup>

# Podsumowanie

- Trzecia fala pandemii wygasa i już nie wpływa w zauważalny sposób na aktywność ekonomiczną.
- Ożywienie zaczęło się wcześniej niż zakładały prognozy. Gospodarka wzrosła o 0,9% kw/kw już w pierwszym kwartale, a dane za kwiecień i maj zapowiadają niezły drugi kwartał. W całym, roku wzrost przekroczy 4%, a w przyszłym zapewne będzie wyższy niż 5%.
- Gospodarka ponownie rozwija się w szybkim tempie, podczas gdy realne stopy procentowe są ujemne, a polityka fiskalna jest jeszcze bardziej luzowana.
- W maju zaprezentowano „Polski Ład” - program wydatków fiskalnych i zmian podatkowych. Obniżce podatków dla gospodarstw domowych o niskich dochodach towarzyszy wzrost obciążeń dla osób z wyższych grup dochodowych. W rezultacie zmiany w PIT powinny mieć tylko niewielki negatywny wpływ na saldo budżetu.
- Spodziewamy się, że jeszcze w trakcie bieżącego roku wskaźnik CPI może sięgnąć 5%. W 2022 roku efekty statystyczne (wysoka baza odniesienia) zepchną inflację niżej, ale wciąż pozostanie ona na podwyższonym poziomie. Stymulacja fiskalna w warunkach i tak wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych może przełożyć się na dalsze wzrosty cen.
- Rynkowe oczekiwania na podwyżki stóp procentowych wyraźnie wzrosły, a notowania FRA są spójne z pierwszą podwyżką już po wakacjach. Chociaż argumentów za podwyżkami nie brakuje, władze monetarne nie spieszą się zacieśnieniem polityki pieniężnej.
- Spodziewamy się zmiany retoryki RPP po lipcowym posiedzeniu, podczas którego przedstawiona zostanie nowa projekcja. W kolejnym etapie NBP może stopniowo ograniczać skalę skupu obligacji, a dopiero w II kwartale 2022 roku rozpocznie cykl podwyżek.

# Fala opada

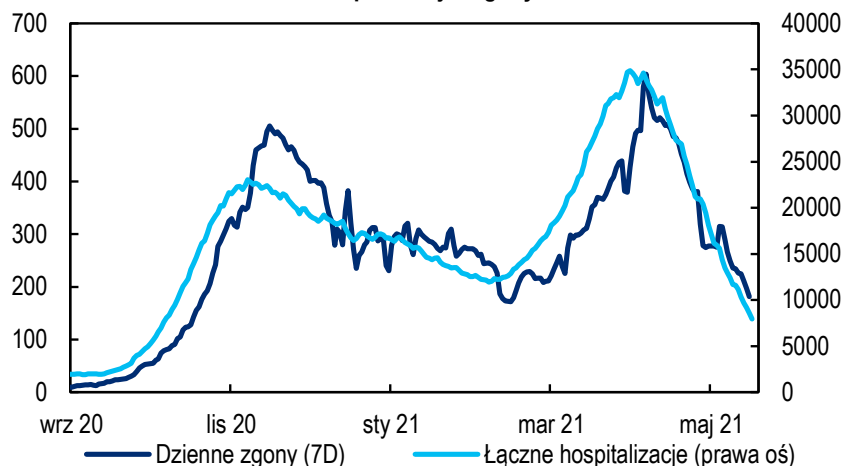
Nowe przypadki na 1 mln mieszkańców (7DMA)



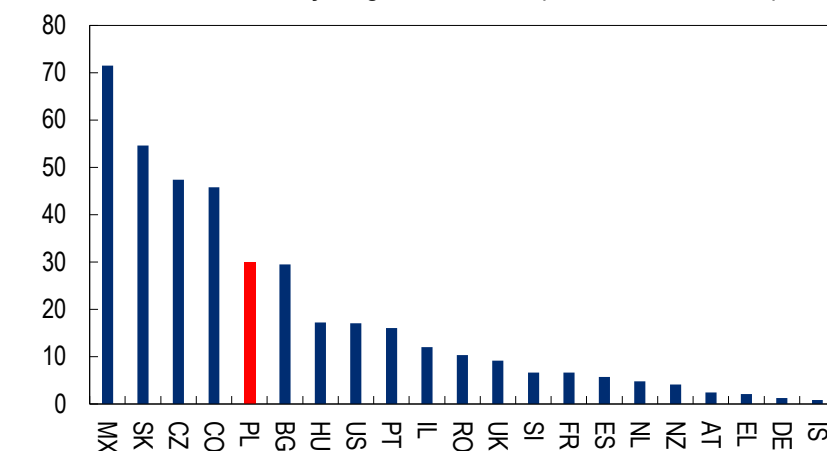
## Trzecia fala przygasa

- Dane epidemiczne pokazują stopniowe wygasanie trzeciej fali COVID w Polsce, UE, a także w USA. W efekcie poszczególne kraje wdrażają plan stopniowego łagodzenia restrykcji, co będzie sprzyjać wzrostowi aktywności gospodarczej.
- Liczba osób hospitalizowanych oraz dziennych zachorowań w kraju jest na najniższym poziomie od października 2020 r.
- Od początku maja rząd łagodził restrykcje, a pod koniec miesiąca szkoły powrócą do nauki stacjonarnej, a restauracje otworzą się (przy 50% obłożeniu miejsc wewnątrz lokalu).

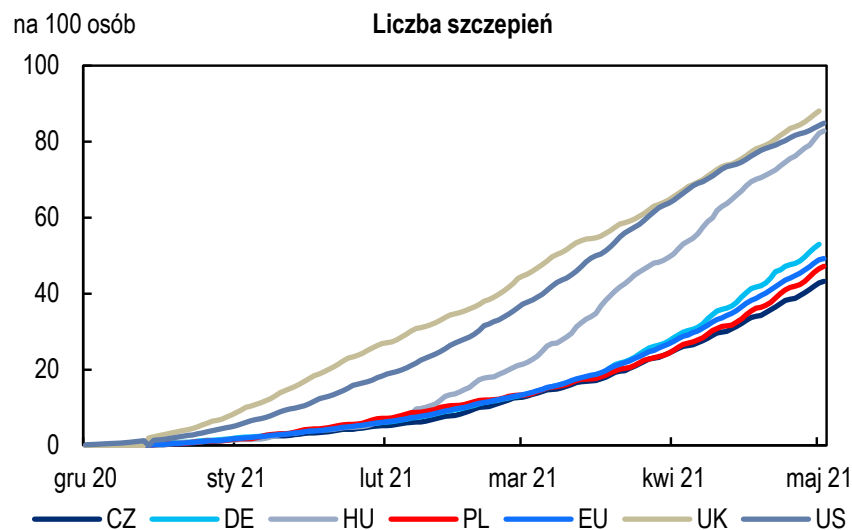
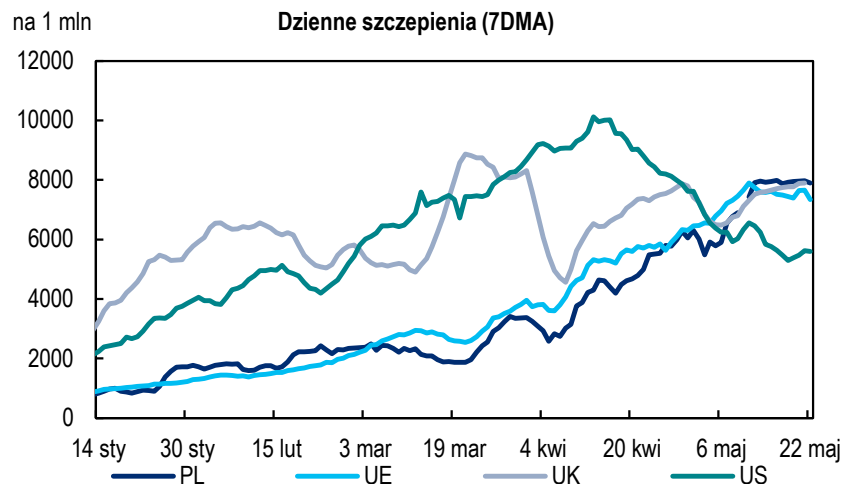
Hospitalizacje i zgony



Liczba nadmiarowych zgonów w 2021 r. (vs. średnia 2018-2019)

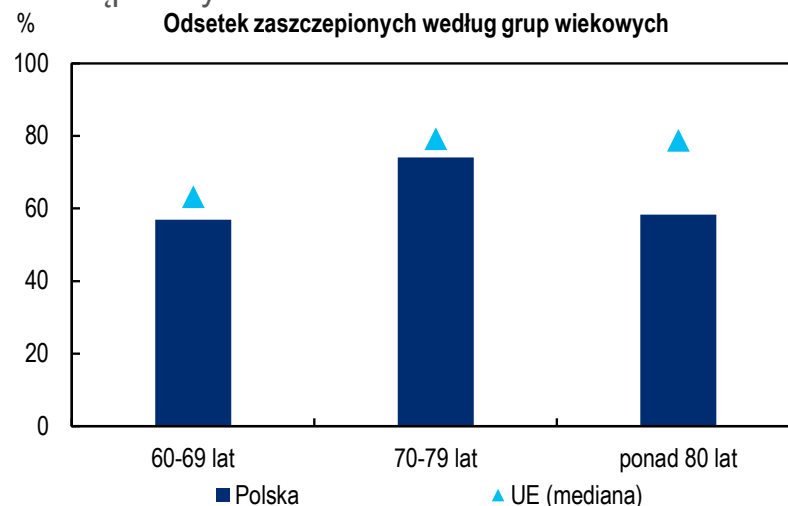


# Program szczepień postępuje



## Szczepienia przyspieszyły

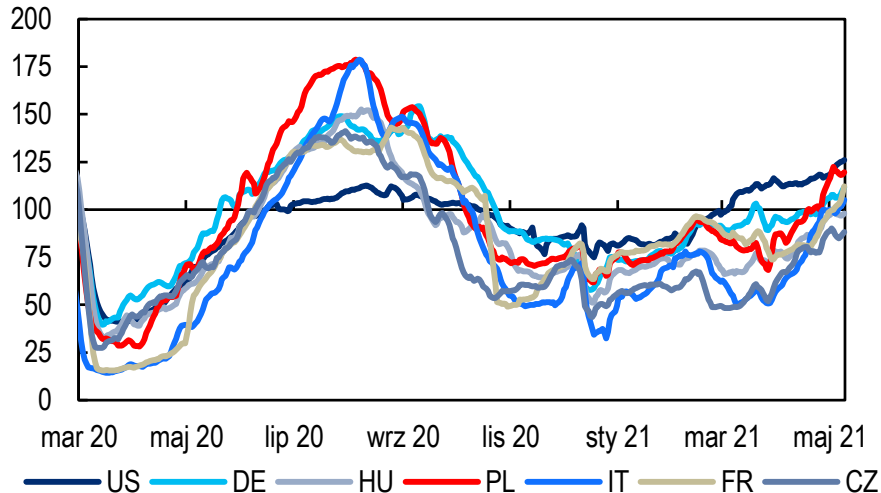
- Wsparciem dla wygaszenia epidemii jest sezonowa poprawa pogody, a także program szczepień. Choć szczepienia przyspieszyły to odsetek zaszczepionych w Polsce jest wciąż niższy niż u światowych liderów.
- Zdaniem ministra zdrowia 55-60% badanych Polaków ma przeciwciała, a więc przeszła już COVID lub została zaszczepiona. Aby zapewnić zbiorową odporność i powstrzymać rozprzestrzenianie się COVID przeciwciała powinno mieć przynajmniej 80% populacji, w tym dzieci.
- Biorąc pod uwagę niski odsetek zaszczepienia osób w najstarszych grupach wiekowych, gdzie szczepienia trwają najdłużej, osiągnięcie poziomu zbliżonego do 80% w całej populacji może nie nastąpić szybko.



# Dane wysokiej częstotliwości

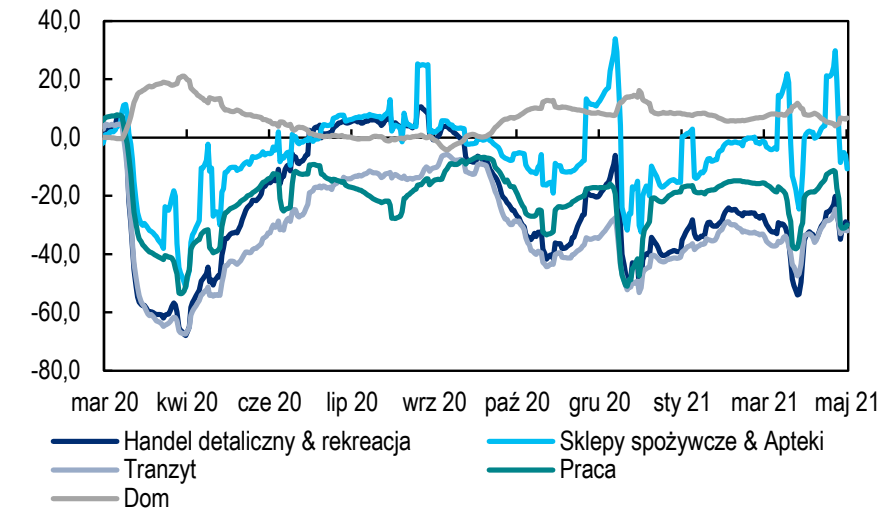
% vs. 13-sty

Indeks mobilności Apple (7D MA)



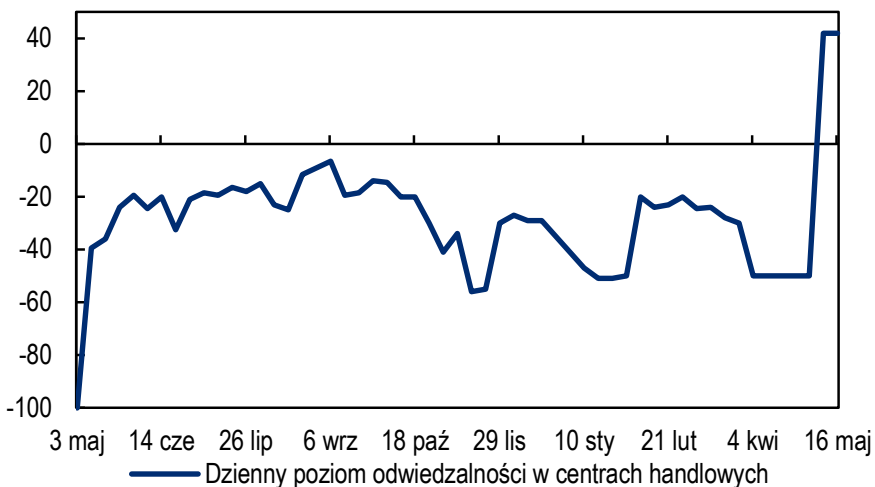
vs. 6.01-3.02

Indeks mobilności Google



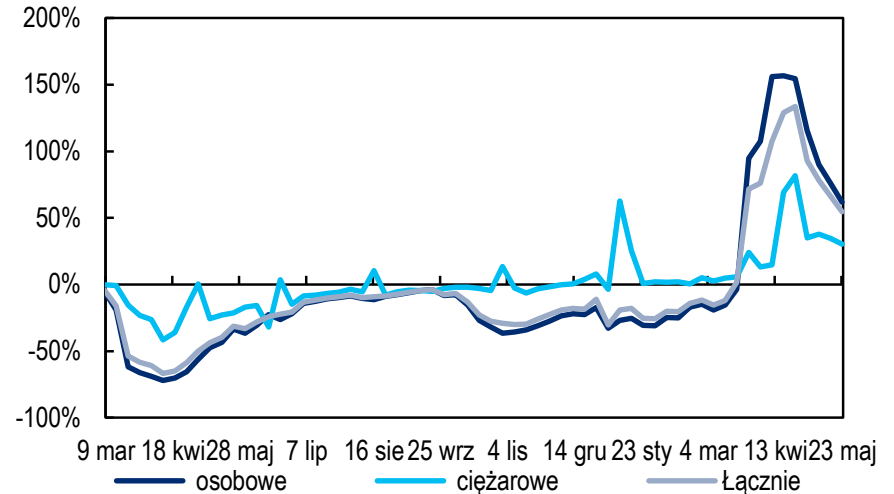
% r/r

Ruch w centrach handlowych

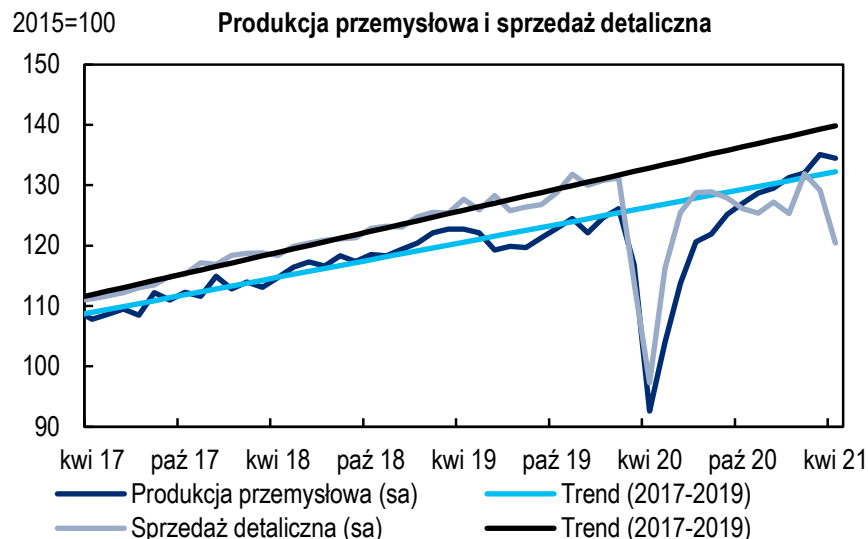
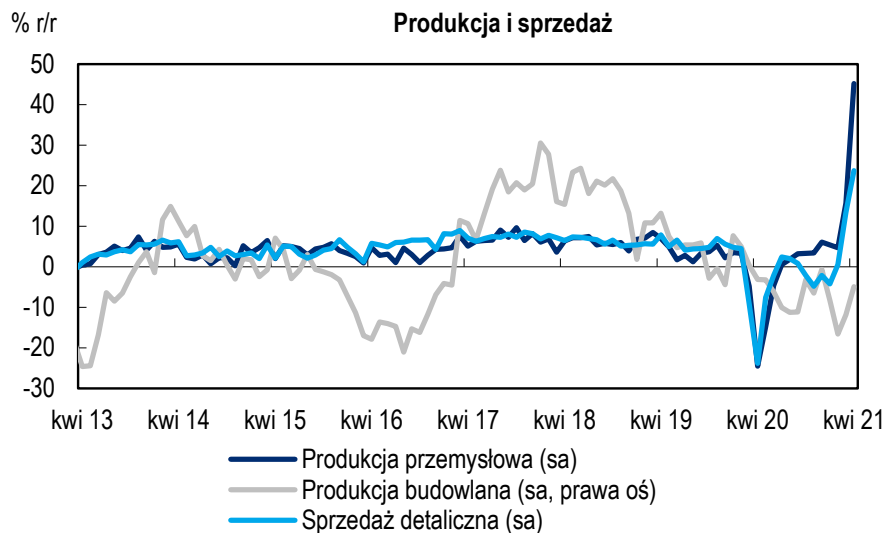


% r/r

Natężenie ruchu na autostradzie



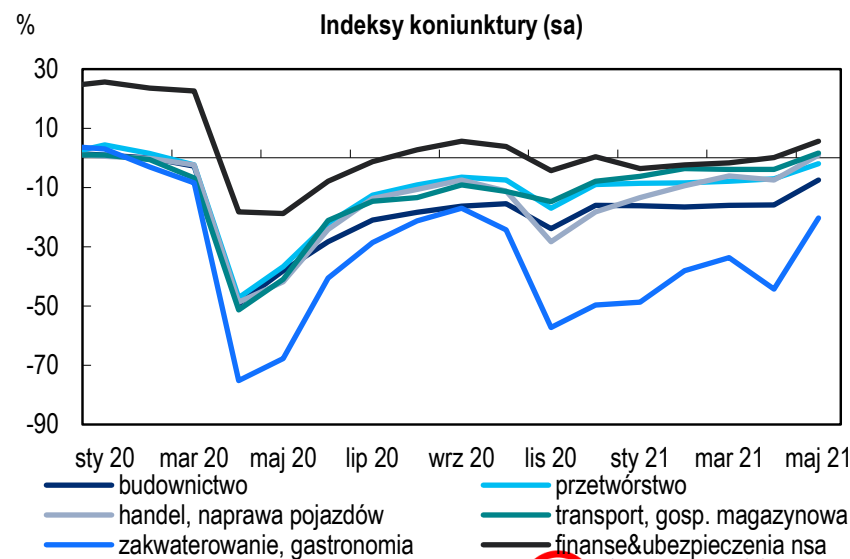
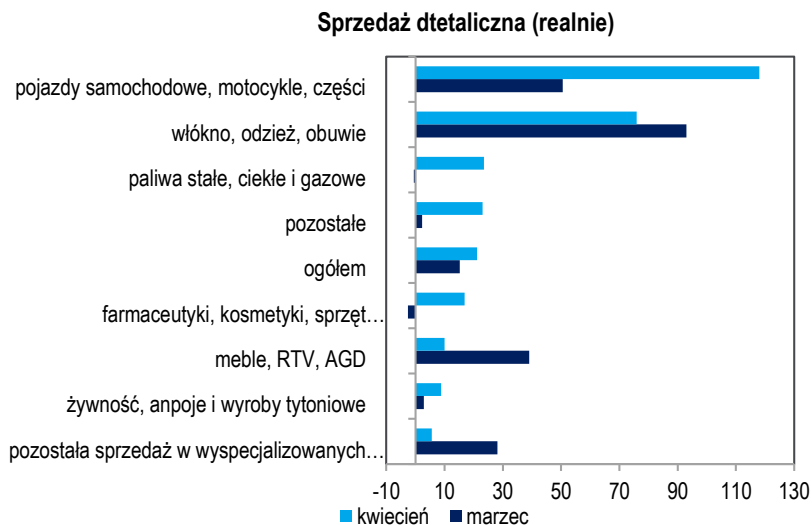
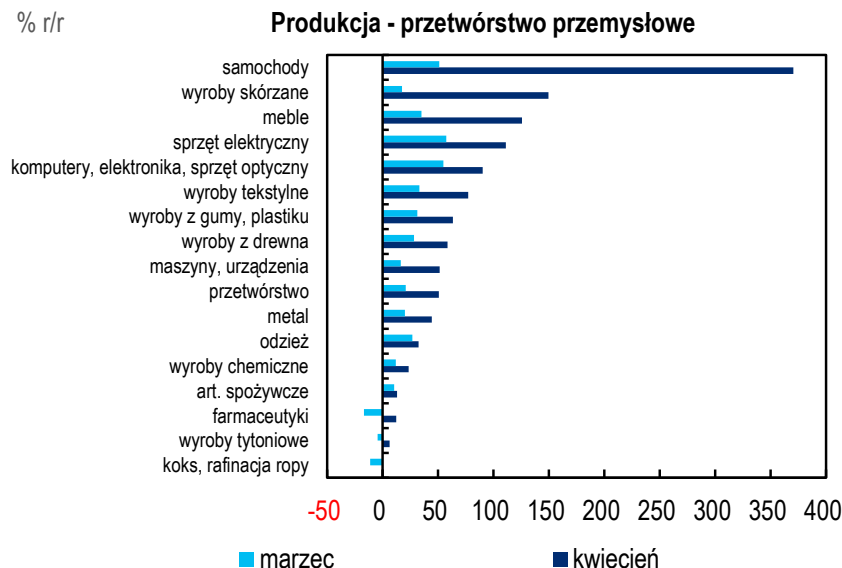
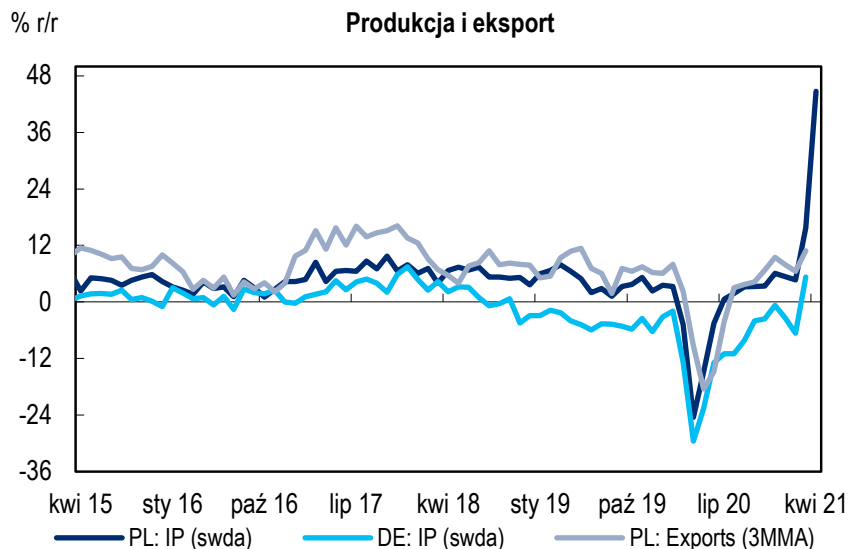
# Wystrzał w przemyśle i handlu



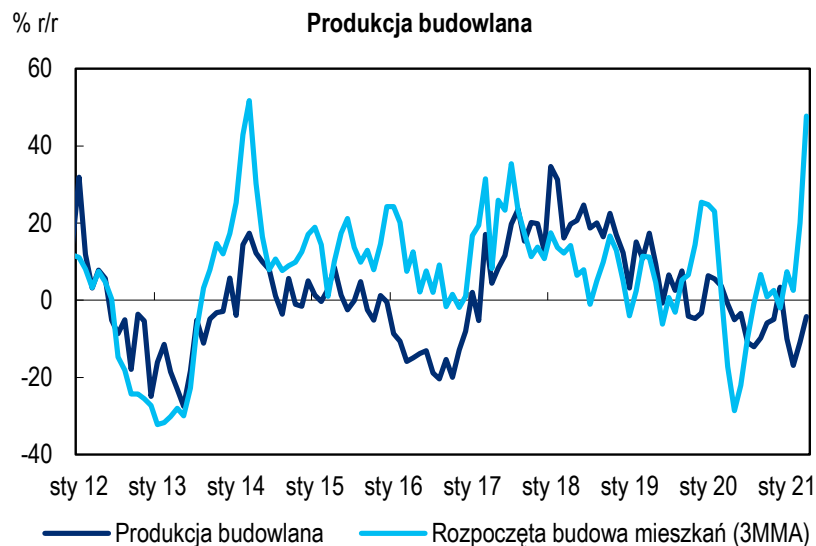
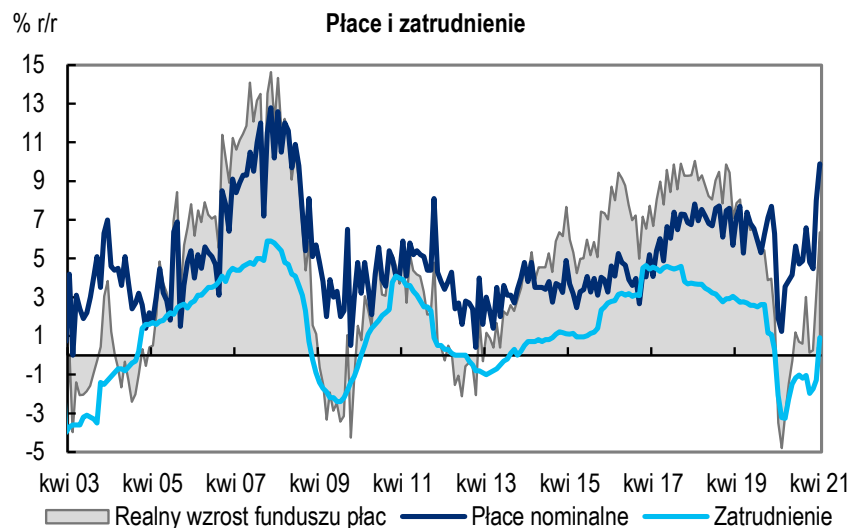
## Rekordowo wysokie dynamiki

- Zgodnie z oczekiwaniami dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej za kwiecień pokazały zdecydowane wybiecie w ujęciu rocznym. Wynikało to przede wszystkim z niskiej bazy, ale także lepszego dostosowania przedsiębiorstw oraz konsumentów do środowiska pandemicznego.
- Produkcja przemysłowa wzrosła w kwietniu o 44,5% r/r (-0,4% m/m sa), wobec 18,9% w marcu. Największe wzrosty odnotowano w przypadku produkcji aut (370% r/r), mebli (126%), elektroniki (ok. 100%), trwałych dóbr konsumpcyjnych (146%) i inwestycyjnych.
- Dane o produkcji i sprzedaży powinny pozostać mocne w maju, ale z czasem efekt bazy będzie wygasać. Produkcja przemysłowa będzie wspierana przez słabego złotego oraz wysoki i rosnący udział Polski w imporcie strefy euro i Niemiec. Niemniej gdy po otwarciu gospodarek konsumenci w końcu powrócą do konsumpcji usług kosztem dóbr trwałego użytku, może mieć to negatywny wpływ na krajową produkcję.
- Sprzedaż detaliczna przyspieszyła do 21,1% z 15,2% (-6,8 m/m sa). W przypadku sprzedaży detalicznej już w maju obserwowany jest szybki powrót klientów do sklepów. Według danych PRCH odwiedzalność centrów handlowych wzrosła w pierwszych tygodniach maja o 42% r/r. Pozytywnie na konsumpcję będą wpływać poprawiające się nastroje konsumentów oraz dobre wyniki rynku pracy.

# Bum w dobrach trwałych, lepsze nastroje w usługach



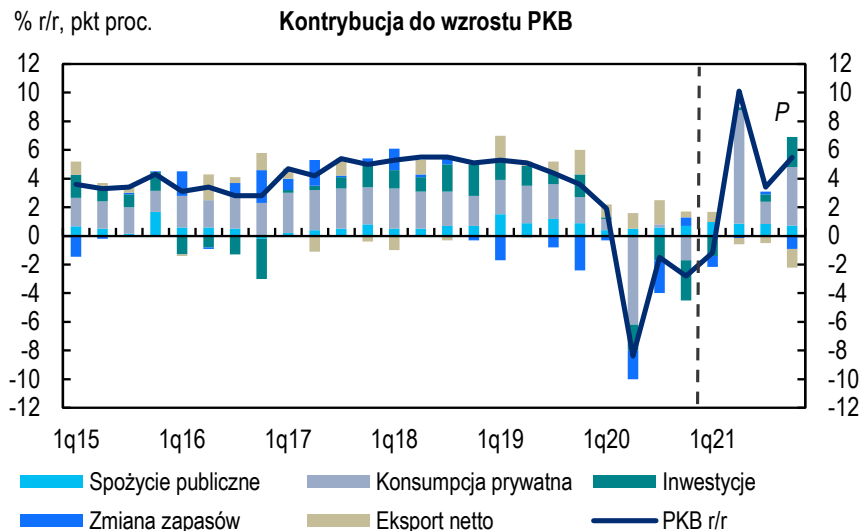
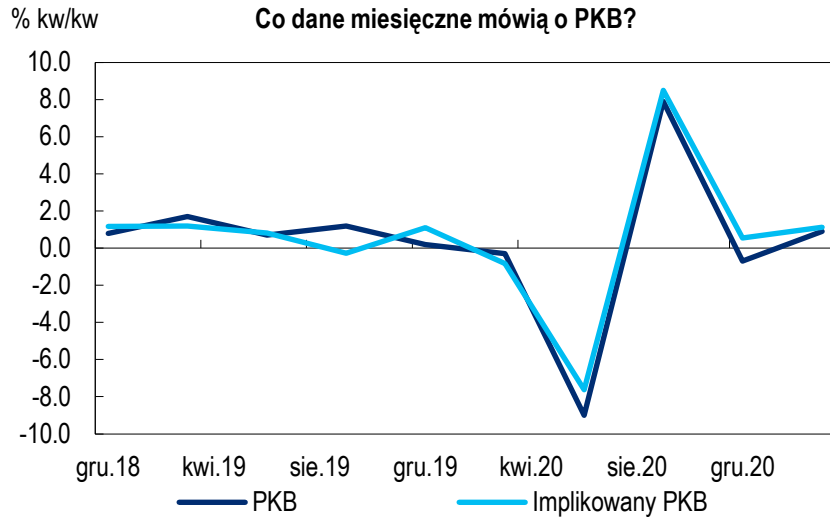
# Dobre dane z rynku pracy



## Płace silnie rosną

- Dane z rynku pracy pokazały znaczną poprawę w stosunku rocznym przede wszystkim za sprawą efektu niskiej bazy.
- Płace przyspieszyły do 9,9% r/r z 8%, a zatrudnienie wzrosło o 0,9% r/r po spadku o 1,3% r/r w marcu. Mimo restrykcji firmy dostosowały się do panujących warunków, a spadek zatrudnienia (-13 tys. m/m) był znacznie mniejszy niż rok temu (-153 tys. m/m), czemu mogły sprzyjać poprawiające się perspektywy gospodarcze na kolejne miesiące.
- Najbliższe miesiące mogą przynieść dalsze przyspieszenie płac do ponad 10% r/r, ale efekt niskiej bazy będzie stopniowo zanikał. Dynamika płac w tym roku prawdopodobnie przekroczy 6% i przy utrzymujących się ograniczeniach podażowych będzie wywierać presję na wzrost inflacji.
- Produkcja budowlana przyspieszyła do -4,2% z -10,8%. W odróżnieniu od przemysłu i handlu efekt bazy był znacznie mniejszy ze względu na ograniczony wpływ restrykcji. Oczekujemy stopniowej poprawy w sektorze budowlanym w kolejnych kwartałach, co będzie wspierane przez zdecydowane odbicie liczby wydanych pozwoleń na budowę (42% r/r w I kw. i 62,4% w kwietniu) oraz przyspieszenie w rozpoczętych inwestycjach mieszkaniowych (21% r/r w I kw. i 92,4% r/r w kwietniu).

# Gospodarka wychodzi na prostą

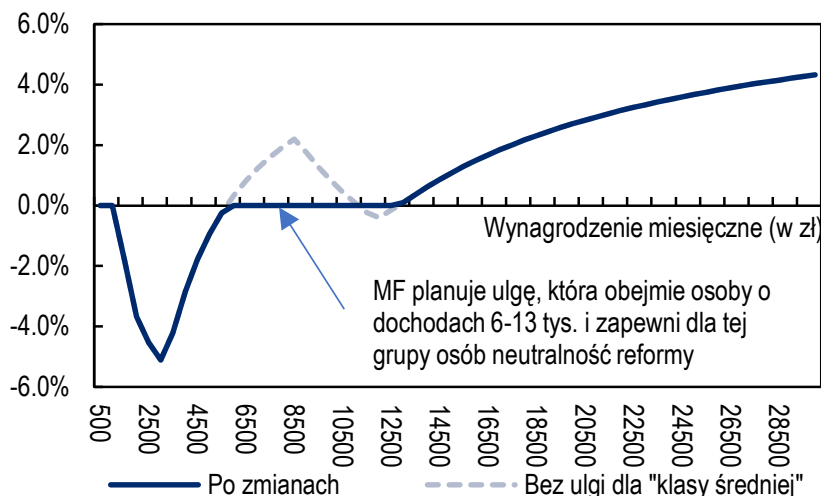


## Wzrost już w I kwartale

- Wstępne dane o PKB (tzw. szybki szacunek) potwierdziły to, co wcześniej sygnalizowały już dane miesięczne. Aktywność w gospodarce odbiła się już w pierwszym kwartale, nawet pomimo trzeciej fali pandemii oraz częściowych restrykcji. PKB w I kwartale wzrósł o 0,9% w porównaniu z IV kwartałem i jednocześnie był o 1,2% niższy niż w analogicznym okresie 2020 r.
- W momencie przygotowywania naszego raportu nie są jeszcze znane szczegóły dotyczące struktury PKB. Spodziewamy się jednak zarówno ożywienia w konsumpcji, jak i znacznej pozytywnej kontrybucji eksportu netto.
- Drugi kwartał zapewne przyniesie jeszcze silniejsze odbicie, związane z ponownym otwarciem gospodarki i wzrostem konsumpcji usług. W ujęciu rok-do-roku możliwe są wzrosty PKB nawet zbliżone do 10%.
- W całym roku spodziewamy się około 4,2% wzrostu gospodarczego, przy czym dotychczas dostępne dane sugerują, że ryzyko dla tej prognozy jest przechylone w kierunku jeszcze wyższej dynamiki.
- Popandemiczne ożywienie w połączeniu z planowanymi inwestycjami finansowanymi z funduszy unijnych sugerują, że w 2022 roku gospodarka może wzrosnąć o około 5,3%.

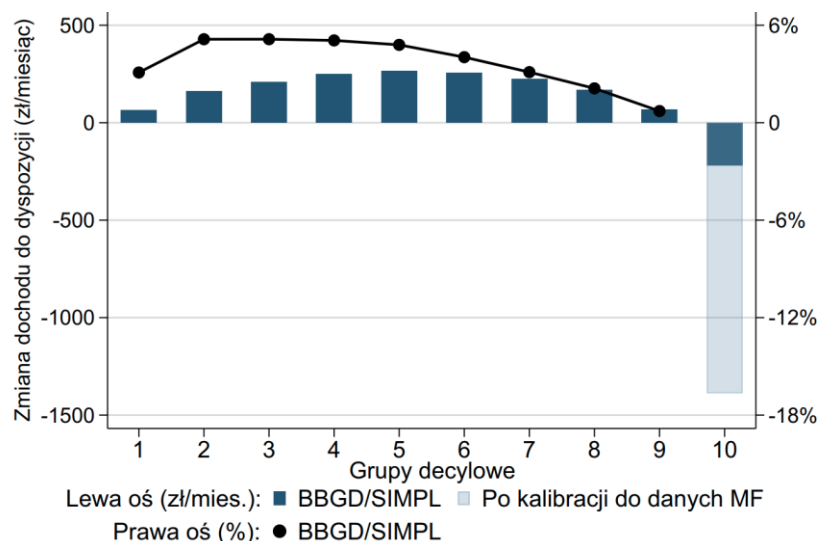
# Nowy pakiet fiskalny

Wpływ reformy na efektywną stawkę podatkową



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Korzyści i koszty gospodarstw domowych według grup dochodowych



Źródło: CenEA

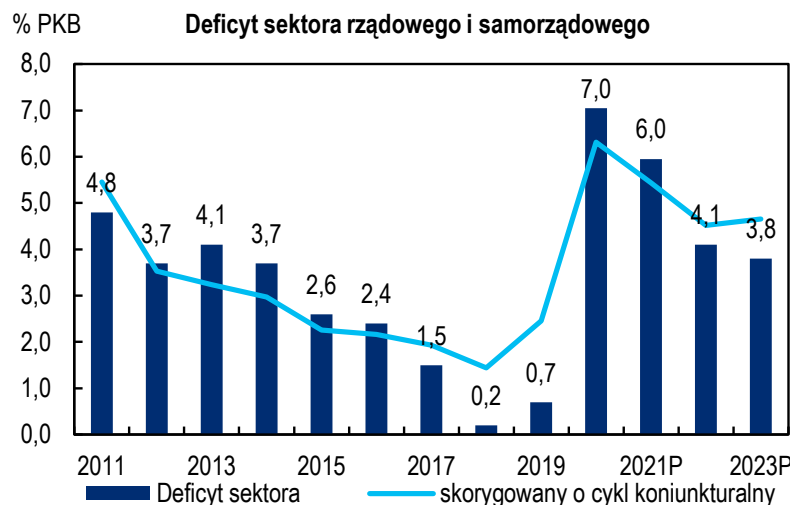
## Kto zyska, kto straci?

- W maju koalicja rządząca przedstawiła program fiskalny, który zakłada zmiany w systemie podatkowym, realizację nowych projektów inwestycyjnych, zwiększenie wydatków na służbę zdrowia (do 7% PKB) oraz wsparcie dla osób planujących zakup mieszkania (gwarancja wkładu własnego do 100 tys. zł).
- Na razie dysponujemy niewieloma informacjami na temat sposobu finansowania strony wydatkowej, ale znamy więcej szczegółów na temat strony podatkowej. Reforma zakłada podniesienie kwoty wolnej do 30 tys. zł, podniesienie progu podatkowego oraz zmianę sposobu naliczania składki zdrowotnej (i brak możliwości jej odliczenia). Szacujemy, że koszt fiskalny zmian podatkowych oraz deklarowanego wsparcia dla rodzin z dziećmi (12 tys. zł na drugie i kolejne dziecko do wykorzystania przez trzy lata) wyniesie ok. 0,3% PKB.
- Jednym z efektów proponowanych zmian będzie zwiększenie progresji podatkowej. W przypadku osób na etacie na zmianach zyskają podatnicy o niskich dochodach (do ok. 5,5 tys.), a stracą osoby o wynagrodzeniach powyżej 13 tys. zł. Gospodarstwa domowe ze środka rozkładu dochodów zyskają miesięcznie ok. 260 zł miesięcznie, podczas gdy 10% gospodarstw domowych o najwyższych dochodach odnotuje ich spadek o około 1390 zł miesięcznie (wg CenEA).

# Stymulacja fiskalna od 2022 r.

## Orientacyjny koszt wybranych zmian dla sektora finansów publicznych

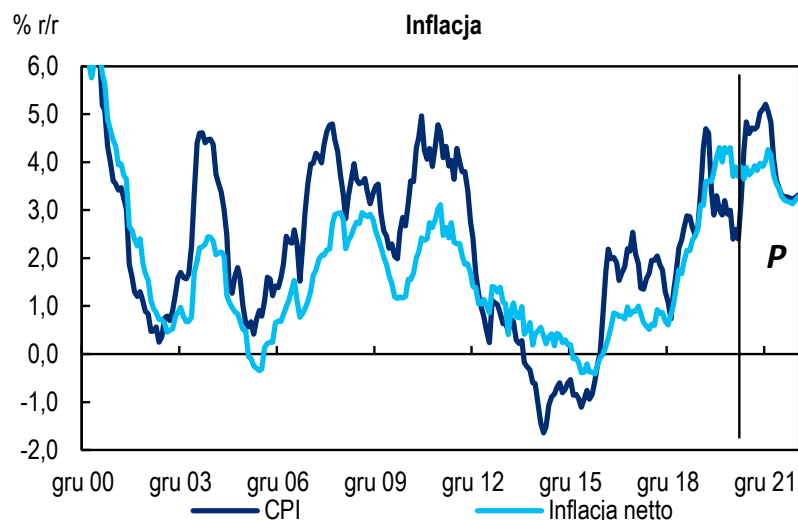
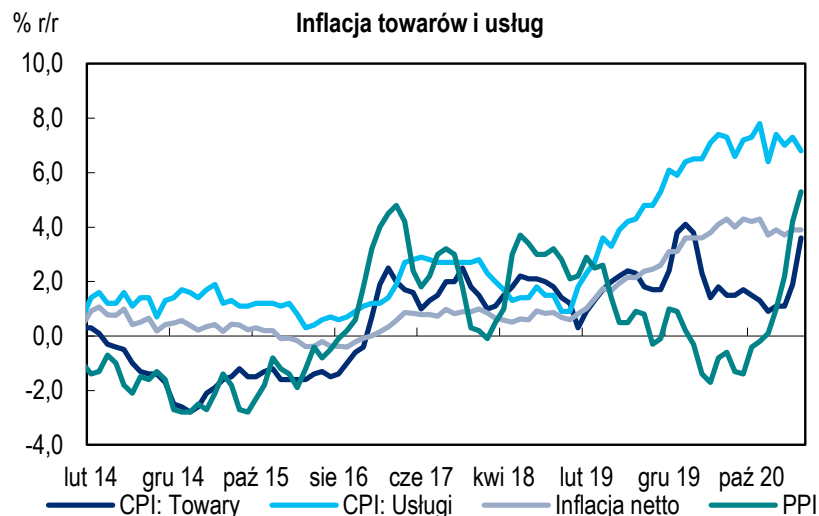
| Efekt fiskalny (mld zł)       |             |
|-------------------------------|-------------|
| Efekt zmian w PIT             | -20         |
| Wsparcie dla rodzin z dziećmi | -2          |
| Wyższe składki zdrowotne      | 14          |
| <b>Suma</b>                   | <b>-8.0</b> |
| jako % PKB                    | -0.3        |



## Dodatkowy impuls dla rozgrzanej gospodarki

- Biorąc pod uwagę różnice w skłonności do konsumpcji pomiędzy grupami zyskującymi i tracącymi na zmianach podatkowych, przewidywany impuls fiskalny będzie większy niż koszt dla budżetu i naszym zdaniem powinien on dodać ~0,5 punktu proc. do nominalnego PKB.
- Z czasem obniżenie klina podatkowego ma szansę doprowadzić do zwiększenia podaży pracy. Biorąc pod uwagę elastyczności podaży pracy spotykane w literaturze można liczyć na zwiększenie aktywności zawodowej np. w grupie kobiet o niskich wynagrodzeniach. Należy jednak pamiętać, że redukcja obciążeń podatkowych obejmie w znacznym stopniu emerytów (otrzymują oni ponad połowę „korzyści” z reformy PIT), a nie potencjalnych pracowników, którzy mogliby stać się bardziej aktywni.
- Czy i w jakim stopniu poluzowanie fiskalne przełoży się na wzrost realnej dynamiki PKB będzie uzależnione od fazy cyklu gospodarczego. Impuls fiskalny nałoży się na i tak bardzo silne ożywienie. Biorąc pod uwagę ograniczenia podażowe i wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych prawdopodobnym efektem będzie wzmocnienie presji cenowej.
- Nie jest wykluczone, że istotna część nominalnego wzrostu PKB związanego z pakietem fiskalnym przyjmie formę wzrostu cen, a nie realnego wzrostu.

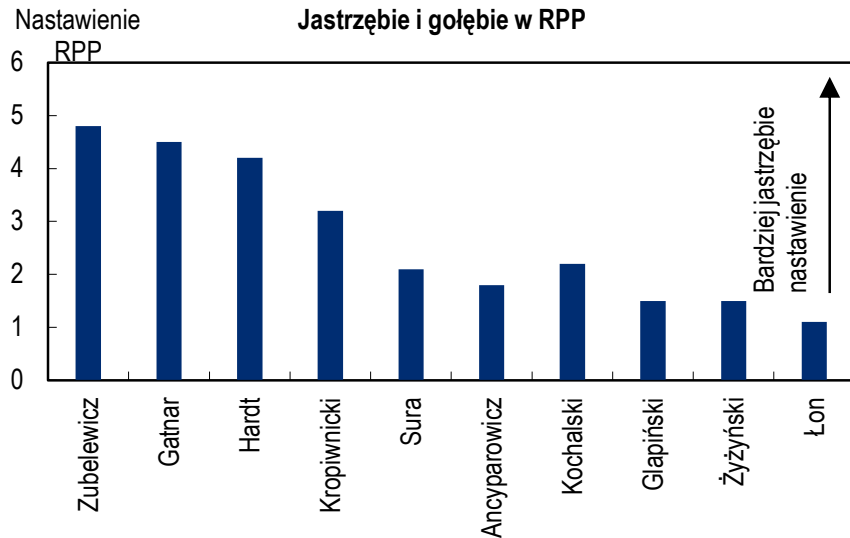
# Inflacja powróciła



## Coraz bliżej 5%

- Od początku roku systematycznie sygnalizowaliśmy, że poważnym i potencjalnie niedocenianym tematem rynkowym jest inflacja. W rzeczywistości wzrost inflacji okazał się nawet wyższy niż obawialiśmy się, a w kwietniu wskaźnik CPI osiągnął 4,3%.
- Wbrew często pojawiającym się poglądom wysoka inflacja to nie tylko efekt czynników pozostających poza kontrolą władz monetarnych. Świadczy o tym choćby fakt, że inflacja bazowa po wyeliminowaniu wpływu cen administrowanych wyniosła 4,3% i była wyższa od CPI. Również inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii wyniosła 3,9%, a więc utrzymała się blisko wskaźnika CPI.
- Nasza zaktualizowana prognoza zakłada, że inflacja może przejściowo przekroczyć 5% w niektórych miesiącach 2021 roku, między innymi w związku z oczekiwanym popandemicznym dostosowaniem cen (usługi turystyczne, gastronomia, odzież). Efekty te będą przejściowe, ale będzie im towarzyszyć trwalsze nasilenie presji popytowej.
- W 2022 roku inflacja prawdopodobnie obniży się na skutek wysokiej statystycznej bazy. Mimo to, dynamika cen pozostanie na wysokim poziomie, odzwierciedlając właśnie siłę popytu krajowego. Ryzyko dla naszej prognozy widzimy po stronie wyższych od przewidywanych wyników.

# Polityka pieniężna



Kalendarz zmian w składzie RPP

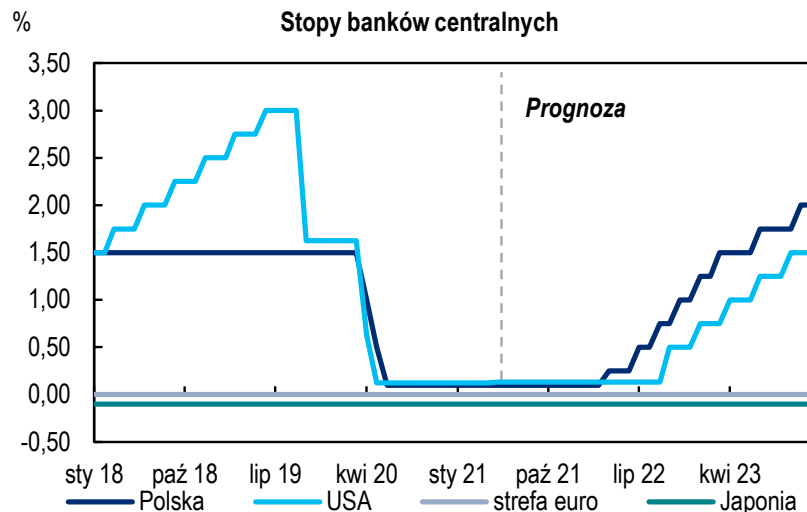
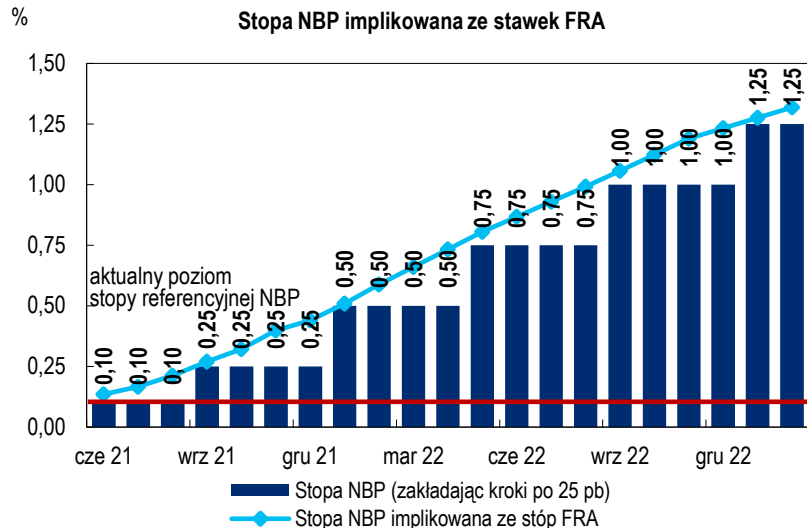
|                      | <u>Powołany przez:</u> | <u>Koniec kadencji</u> |
|----------------------|------------------------|------------------------|
| Eugeniusz Gatnar     | Senat                  | 12-Jan-22              |
| Jerzy Kropiwnicki    | Senat                  | 12-Jan-22              |
| Grażyna Ancyparowicz | Sejm                   | 29-Jan-22              |
| Eryk Łon             | Sejm                   | 29-Jan-22              |
| Łukasz Hardt         | Prezydent              | 16-Feb-22              |
| Kamil Zubelewicz     | Prezydent              | 16-Feb-22              |
| Jerzy Żyżyński       | Sejm                   | 17-Mar-22              |
| Adam Glapiński       | Sejm                   | 20-Jun-22              |
| Rafał Sura           | Senat                  | 15-Nov-22              |
| Cezary Kochalski     | Prezydent              | 20-Dec-25              |

Źródło: PAP, NBP, Citi Handlowy. Uwaga: W przypadku powołania do NSA kadencja R. Sura wygaśnie wcześniej niż przewiduje kalendarz.

## Rosną nadzieje na podwyżki

- Wyższa inflacja sprawiła, że w maju kilku członków Rady Polityki Pieniężnej otwarcie zaczęło mówić o możliwości podwyżek stóp procentowych. W szczególności tematem komentarzy stała się możliwość „sygnalnej” podwyżki o 0,15 pb, po której miałyby nastąpić przerwa.
- Na razie wypowiedzi o podwyżkach padały głównie z ust przedstawicieli RPP, którzy już wcześniej dali się poznać jako „jastrzębie”. Wydaje się, że na razie dla wniosku o podwyżkę stóp procentowych brakuje większości w Radzie.
- W trakcie miesiąca znacznie wzrosły oczekiwania rynkowe na podwyżki stóp procentowych. Oprócz samych wypowiedzi członków RPP, sprzyjały temu również informacje o planowanym powołaniu jednego z członków Rady (Rafał Sura) na stanowisko sędziego w NSA. Gdyby do tego doszło, zwolnione miejsce w RPP zostałoby uzupełnione przez kontrolowany przez opozycję Senat.
- Kalendarz zmian w RPP (tabela obok) wskazuje, że już w pierwszym kwartale w Radzie może zasiadać trzech nowych członków wybranych przez Senat (o ile R. Sura rzeczywiście zrezygnuje). Stwarza to szansę, że temat podwyżek mógłby zostać poważnie rozważony już na początku roku.
- Kwotowania FRA są spójne ze scenariuszem zakładającym pierwsze podwyżki około września/października 2021.

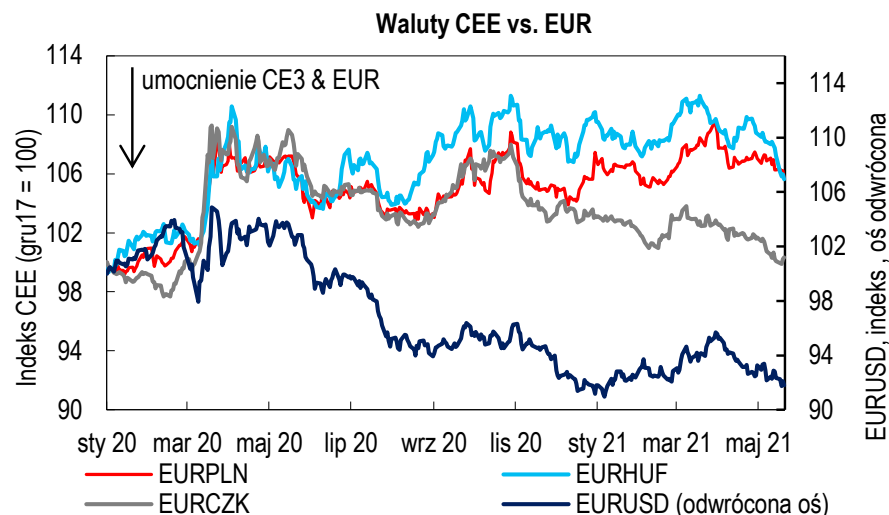
# Polityka pieniężna



## RPP jednak się nie spieszy

- Nadzieje na podwyżki stóp procentowych będą zapewne musiały poczekać na realizację. Prezes Głapiński, który ma istotny wpływ na większość w RPP, wciąż wydaje się odżegnywać od podwyżek.
- Podczas majowej konferencji prasowej A. Głapiński wyraźnie stwierdził, że a) inflacja jest w znacznym stopniu efektem czynników pozostających poza kontrolą RPP; b) najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest pozostawienie stóp procentowych bez zmian do połowy 2022 r.
- W najbliższych miesiącach uwaga rynku będzie koncentrować się na ewentualnych zmianach w retoryce RPP. Wnioskując po wypowiedziach prezesa Głapińskiego przypuszczamy, że proces ten będzie stopniowy.
- W lipcu wraz z publikacją projekcji inflacyjnej Rada może dokonać zmian w swoim komunikacie, bardziej otwarcie podchodząc do możliwości zacieśnienia polityki pieniężnej. Kolejne miesiące minęłyby na dalszym dostrajaniu retoryki oraz ewentualnie na wygaszaniu skupu aktywów.
- Taka strategia pozwoliłaby RPP odłożyć w czasie moment pierwszej podwyżki. Spodziewamy się, że dojdzie do niej dopiero około kwietnia 2022. Po tym jak Rada wykona pierwszy krok kolejne podwyżki przyjdą już szybciej, a stopa referencyjna może sięgnąć 1% na koniec 2022 oraz 2% w 2023 r.

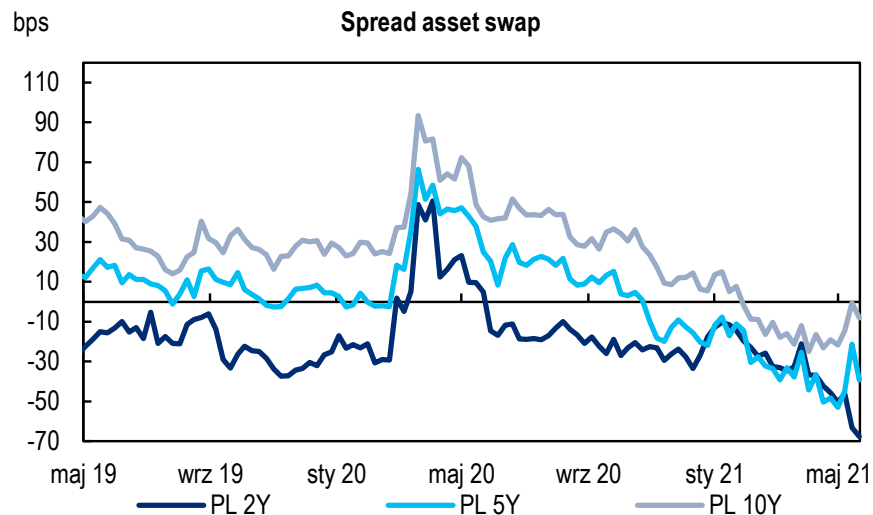
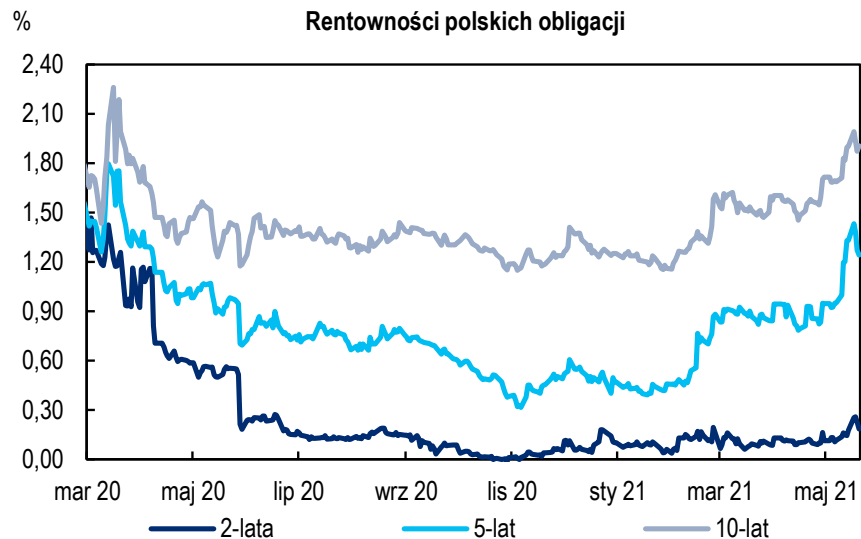
# Rynek walutowy



## Umocnienie walut regionu

- W ostatnim miesiącu doszło do umocnienia złotego oraz innych walut regionu. Skala aprecjacji krajowej waluty był mniejsza niż w przypadku czeskiej korony i forinta. Umocnieniu walut Europy Środkowej sprzyjało przede wszystkim osłabienie dolara wobec euro oraz wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych, który doprowadził do zawężenia spreadów stóp swap wobec euro. Ponadto korzystnie na waluty regionu mogła wpływać dalsza poprawa sytuacji epidemicznej, stopniowe znoszenie restrykcji i perspektywa ożywienia gospodarczego.
- W najbliższym miesiącu złotemu sprzyjać może stabilizacja kursu EURUSD w okolicach poziomu 1,22 oraz możliwe dalsze stopniowe zaostżanie retoryki banku centralnego w kierunku bardziej jastrzębim.
- Ważnym czynnikiem, który może osłabić złotego pozostaje kwestia konwersji kredytów walutowych, jednak została ona ponownie odłożona w czasie.
- W dłuższej perspektywie złoty powinien stopniowo zyskiwać na wartości przy oczekiwanym wyraźnym ożywieniu gospodarczym i przy utrzymaniu wysokiej nadwyżki w obrotach bieżących i napływie środków unijnych. Aprecjacja złotego może być ograniczana przez spodziewane ponowne umocnienie dolara wraz z rozszerzeniem spreadów rentowności obligacji amerykańskich i niemieckich oraz szybsze zacieśnienie polityki pieniężnej w USA.

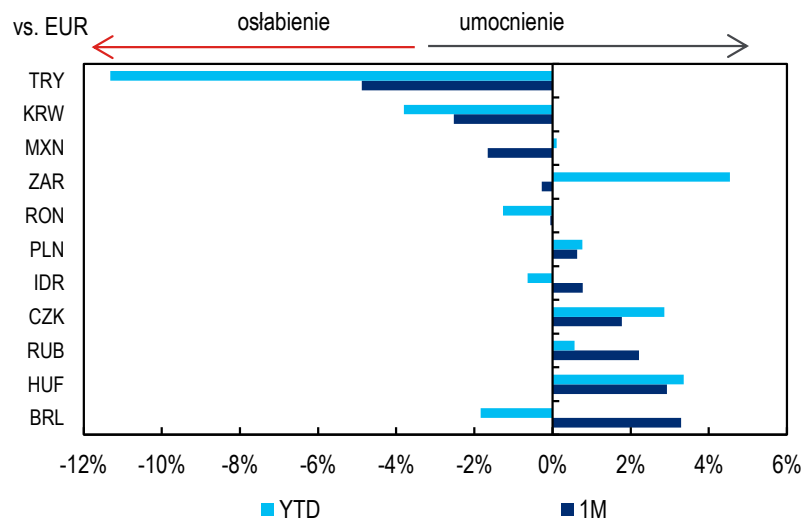
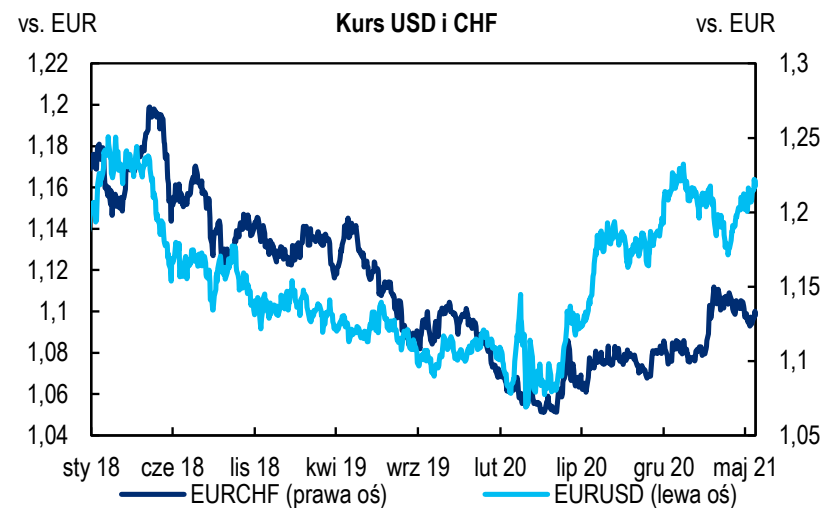
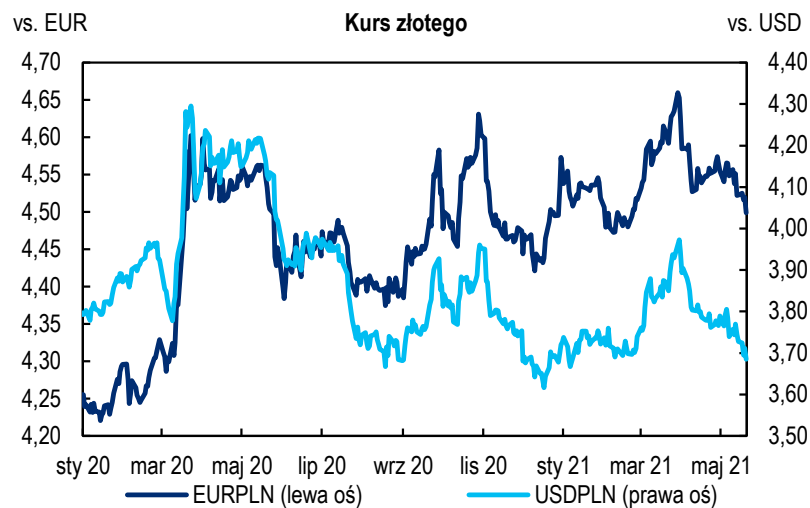
# Rynek stopy procentowej



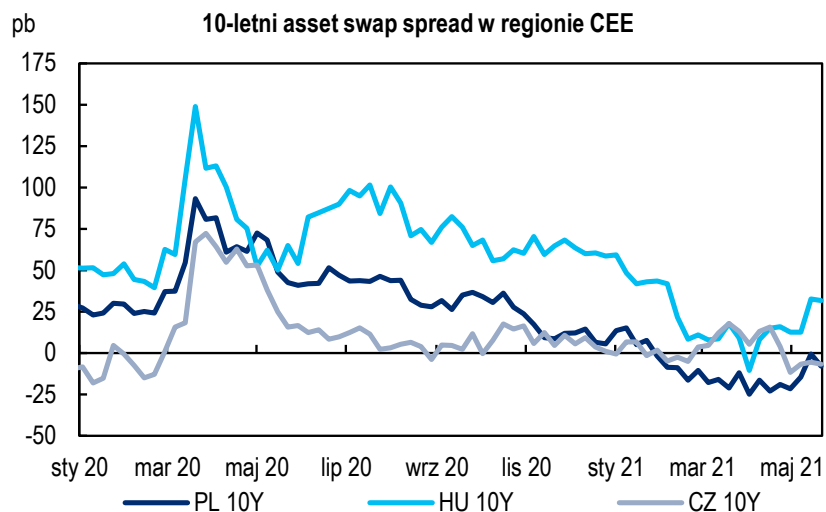
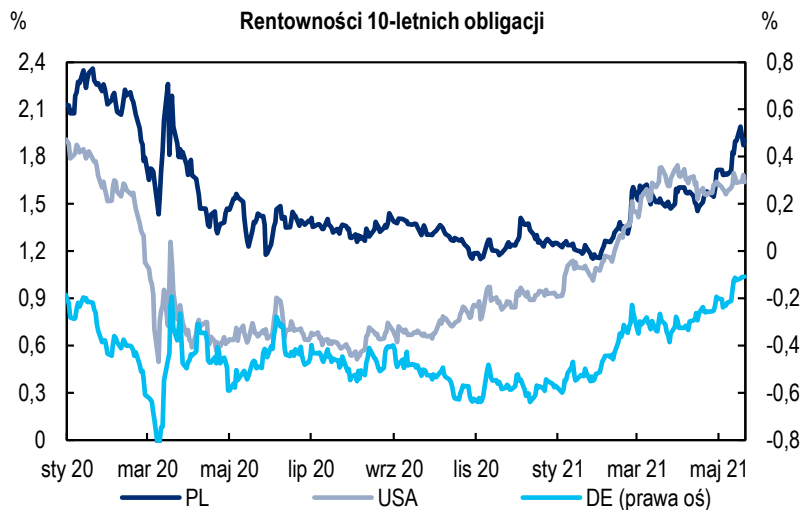
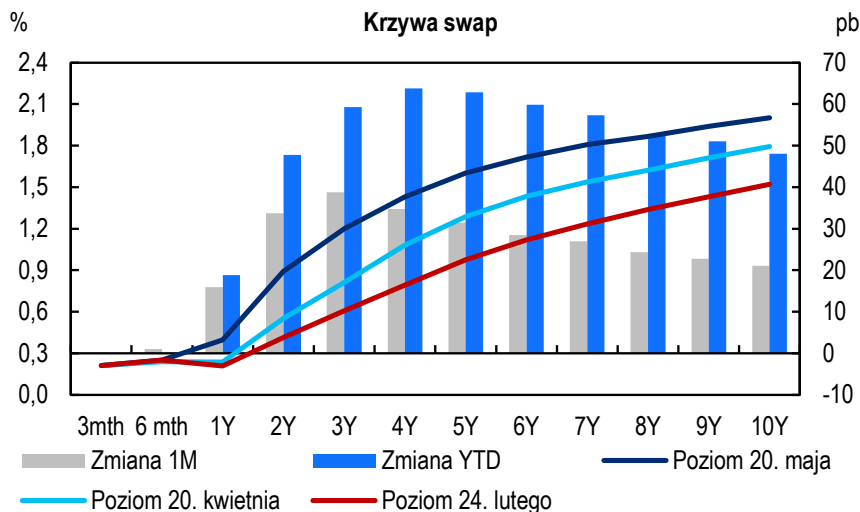
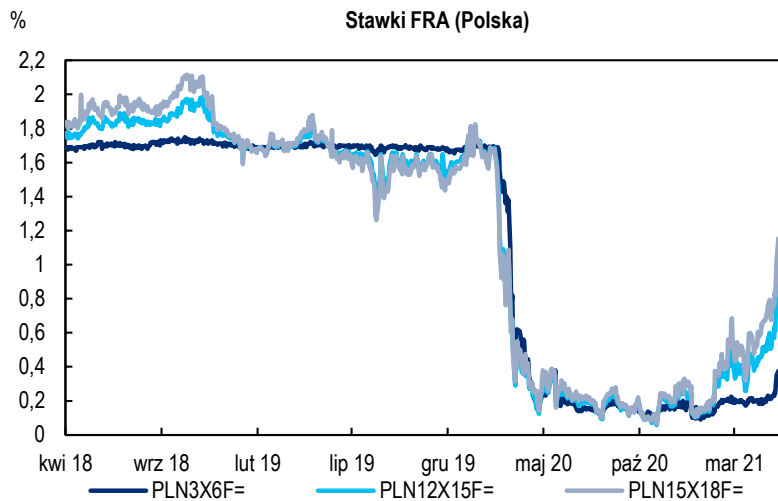
## Wzrost stóp i rosnące nachylenie krzywej

- W minionym miesiącu doszło do dalszego wzrostu stóp swap i rentowności obligacji. Jednocześnie jednak krzywa swap uległa wypłaszczeniu przy większym wzroście na krótszym końcu krzywej, a krzywa obligacyjna uległa wystromieniu za sprawą większego wzrostu długoterminowych rentowności. Stało się tak przy wzroście spreadów asset swap na dłuższych tenorach i spadku spreadu dla obligacji 2L.
- Do wzrostu stóp rynkowych FRA i IRS przyczynił się wzrost obaw o inflację i co za tym idzie szybsze zacieśnienie polityki pieniężnej przez RPP. Wzrostom rentowności sprzyjał również analogiczny ruch na rynkach bazowych.
- Spodziewamy się dalszego wzrostu inflacji i zwiększenia presji na RPP, co może prowadzić do dalszego wzrostu stóp rynkowych. Nie spodziewamy się jednak dalszego istotnego umocnienia złotego, więc ostatnio obserwowane zacieśnienie spreadu asset swap powinno wyhamować. Jednocześnie oczekujemy stabilizacji Bundów i stopniowego dalszego osłabienia Treasuries jednak w wolniejszym tempie niż w przypadku krajowych obligacji, czemu może sprzyjać wychodzenie z NBP programu skupu obligacji.
- Ministerstwo Finansów sfinansowało już według naszych szacunków ok. 80% potrzeb pożyczkowych.

# Przegląd rynkowy



# Przegląd rynkowy



# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

|                                      | 2020  |       |       |       |       |       |       |       | 2021  |       |       |       |      |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|                                      | IV    | V     | VI    | VII   | VIII  | IX    | X     | XI    | XII   | I     | II    | III   | IV   |
| <b>Strefa realna</b>                 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
| Produkcja przemysłowa (% r/r)        | -24,6 | -16,9 | 0,5   | 1,1   | 1,5   | 5,7   | 1,0   | 5,4   | 11,1  | 0,7   | 2,7   | 18,9  | 44,5 |
| Produkcja przemysłowa (% m/m)        | -25,5 | 10,3  | 13,9  | 3,4   | -5,7  | 15,3  | 3,1   | -1,6  | -4,5  | -5,4  | 4,3   | 18,6  | -9,2 |
| Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)     | -27,5 | -18,4 | 0,9   | 1,1   | 2,1   | 7,1   | 1,6   | 7,2   | 12,7  | 0,5   | 2,7   | 20,9  | 50,6 |
| Prod. budowlano-montażowa (% r/r)    | -0,9  | -5,1  | -2,3  | -11,0 | -12,0 | -9,8  | -5,8  | -4,9  | 3,4   | -10,1 | -16,9 | -10,8 | -4,2 |
| Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie) | -22,9 | -7,7  | -1,3  | 3,0   | 0,5   | 2,5   | -2,3  | -5,3  | -0,8  | -6,0  | -3,1  | 15,2  | 22,1 |
| Stopa bezrobocia (%)                 | 5,8   | 6,0   | 6,1   | 6,1   | 6,1   | 6,1   | 6,1   | 6,1   | 6,2   | 6,5   | 6,5   | 6,4   | -    |
| Zatrudnienie - przeds. (% r/r)       | -2,1  | -3,2  | -3,3  | -2,3  | -1,5  | -1,2  | -1,0  | -1,2  | -1,0  | -2,0  | -1,7  | -1,3  | 0,9  |
| <b>Ceny</b>                          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
| Inflacja (% r/r)                     | 3,4   | 2,9   | 3,3   | 3,0   | 2,9   | 3,2   | 3,1   | 3,0   | 2,4   | 2,6   | 2,4   | 3,2   | 4,3  |
| Inflacja (% m/m)                     | -0,1  | -0,2  | 0,6   | -0,2  | -0,1  | 0,2   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 1,3   | 0,5   | 1,0   | 0,7  |
| Wskaźnik cen producentów (% r/r)     | -1,4  | -1,7  | -0,8  | -0,6  | -1,3  | -1,4  | -0,4  | -0,2  | 0,1   | 1,0   | 2,2   | 4,2   | 5,3  |
| Wskaźnik cen producentów (% m/m)     | -0,6  | -0,2  | 0,4   | 0,3   | -0,4  | 0,3   | 0,5   | 0,0   | 0,3   | 1,0   | 1,0   | 1,6   | 0,5  |
| Place - sektor przedsiębior. (% r/r) | 1,9   | 1,2   | 3,6   | 3,8   | 4,1   | 5,6   | 4,7   | 4,9   | 6,6   | 4,8   | 4,5   | 8,0   | 9,9  |
| <b>Przepływy zagraniczne</b>         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
| Saldo obrotów bieżących (mln EUR)    | 717   | 1.556 | 3.333 | 650   | 1.273 | 1.330 | 2.307 | 1.956 | 477   | 3.341 | 1.585 | 938   | -    |
| Saldo obrotów bieżących (%PKB)       | 1,2   | 1,6   | 2,2   | 2,4   | 2,8   | 2,9   | 3,3   | 3,5   | 3,6   | 3,7   | 3,7   | 3,8   | -    |
| Saldo obr. towarowych (mln EUR)      | -8    | 1366  | 2291  | 766   | 817   | 1525  | 1873  | 2103  | 511   | 979   | 771   | 589   | -    |
| Eksport f.o.b. (mln EUR)             | 13820 | 15970 | 19106 | 19654 | 18018 | 21515 | 22952 | 23071 | 19788 | 19545 | 21258 | 24427 | -    |
| Eksport (% r/r)                      | -29,6 | -19,2 | 4,3   | 2,2   | 2,4   | 6,6   | 3,7   | 10,0  | 14,6  | -0,9  | 5,9   | 27,7  | -    |
| Import f.o.b. (mln EUR)              | 13828 | 14604 | 16815 | 18888 | 17201 | 19990 | 21079 | 20968 | 19277 | 18566 | 20487 | 23838 | -    |
| Import (% r/r)                       | -28,9 | -27,3 | -7,4  | -3,6  | -4,0  | 2,1   | -4,2  | 4,1   | 12,4  | -4,0  | 6,2   | 24,6  | -    |

# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

|                                    | 2020  |       |       |       |       | 2021  |       |       |       |       |       |      |       |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
|                                    | IV    | V     | VI    | VII   | VIII  | IX    | X     | XI    | XII   | I     | II    | III  | IV    |
| <b>Strefa monetarna</b>            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |       |
| Podaż pieniądza M3 (% r/r)         | 14,0  | 16,0  | 18,1  | 16,8  | 16,2  | 17,0  | 17,0  | 16,1  | 16,4  | 16,8  | 16,3  | 14,4 | -     |
| Depozyty gospod. domowych (% r/r)  | 10,0  | 11,2  | 12,1  | 11,6  | 10,4  | 10,4  | 10,5  | 9,5   | 10,9  | 10,8  | 10,8  | 10,1 | -     |
| Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)   | 18,0  | 24,6  | 30,1  | 27,5  | 28,0  | 29,6  | 26,5  | 25,0  | 19,0  | 20,1  | 21,2  | 20,4 | -     |
| Kredyty dla gosp. domowych (% r/r) | 6,4   | 4,8   | 4,4   | 3,4   | 2,6   | 2,7   | 3,6   | 2,6   | 2,9   | 2,1   | 1,4   | 1,1  | -     |
| Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)    | 3,9   | 1,9   | 0,0   | -2,4  | -3,7  | -3,9  | -3,2  | -4,5  | -4,9  | -5,0  | -5,2  | -8,4 | -     |
| <b>Rynki finansowe</b>             |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |       |
| Stopa referencyjna (koniec mies.)  | 1,00  | 0,50  | 0,10  | 0,10  | 0,10  | 0,10  | 0,10  | 0,10  | 0,10  | 0,10  | 0,10  | 0,10 | 0,10  |
| WIBOR 3M (średnio)                 | 0,93  | 0,48  | 0,27  | 0,25  | 0,23  | 0,23  | 0,22  | 0,22  | 0,22  | 0,21  | 0,21  | 0,21 | 0,21  |
| WIBOR 3M (koniec okresu)           | 0,68  | 0,28  | 0,26  | 0,23  | 0,23  | 0,22  | 0,22  | 0,22  | 0,21  | 0,21  | 0,21  | 0,21 | 0,21  |
| Bony 52 tyg. (koniec mies.)        | 0,52  | 0,14  | 0,03  | 0,11  | 0,15  | 0,09  | 0,10  | 0,04  | 0,05  | 0,01  | -0,01 | 0,04 | -0,01 |
| Obligacje 2-letnie (koniec mies.)  | 0,59  | 0,18  | 0,17  | 0,12  | 0,15  | 0,09  | 0,01  | 0,05  | 0,10  | 0,06  | 0,16  | 0,09 | 0,11  |
| Obligacje 5-letnie (koniec mies.)  | 0,98  | 0,70  | 0,73  | 0,67  | 0,76  | 0,61  | 0,38  | 0,49  | 0,47  | 0,46  | 0,88  | 0,84 | 0,95  |
| EUR/PLN (koniec okresu)            | 4,54  | 4,45  | 4,47  | 4,41  | 4,40  | 4,53  | 4,62  | 4,48  | 4,61  | 4,54  | 4,52  | 4,66 | 4,57  |
| USD/PLN (koniec okresu)            | 4,17  | 4,00  | 3,98  | 3,72  | 3,69  | 3,87  | 3,96  | 3,74  | 3,76  | 3,75  | 3,72  | 3,97 | 3,77  |
| EUR/USD (koniec okresu)            | 1,09  | 1,11  | 1,12  | 1,19  | 1,19  | 1,17  | 1,17  | 1,20  | 1,23  | 1,21  | 1,21  | 1,17 | 1,21  |
| <b>Wskaźniki fiskalne</b>          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |       |
| Def. budżetowy skum. (mld PLN)     | 18,9  | 25,9  | 17,1  | 16,3  | 13,3  | 13,8  | 12,1  | 13,2  | 85,0  | -6,6  | -0,9  | 3,4  | -9,2  |
| Def. budżetowy skum. (% planu)*    | 17,3% | 23,7% | 15,7% | 14,9% | 12,2% | 12,6% | 11,0% | 12,1% | 77,8% | -6,1% | -0,8% | 3,1% | -8,4% |

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, NBP, Citi Handlowy

# Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

|                                                   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021P  | 2022P  |
|---------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Nominalny PKB (mld USD)                           | 478    | 472    | 528    | 588    | 596    | 595    | 651    | 713    |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)        | 1.800  | 1.861  | 1.989  | 2.122  | 2.288  | 2.317  | 2.474  | 2.690  |
| PKB per capita (USD)                              | 12.421 | 12.288 | 13.734 | 15.313 | 15.503 | 15.537 | 17.018 | 18.660 |
| Populacja (mln)                                   | 38,5   | 38,4   | 38,4   | 38,4   | 38,4   | 38,3   | 38,3   | 38,2   |
| Stopa bezrobocia (%)                              | 9,8    | 8,2    | 6,6    | 5,8    | 5,2    | 6,2    | 6,3    | 5,8    |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>                      |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                         | 3,8    | 3,1    | 4,9    | 5,4    | 4,7    | -2,7   | 4,2    | 5,3    |
| Inwestycje (% r/r)                                | 6,1    | -8,2   | 4,0    | 9,4    | 6,1    | -9,6   | 0,1    | 11,1   |
| Spożycie ogółem (% r/r)                           | 2,8    | 3,5    | 4,1    | 4,3    | 4,5    | -1,3   | 5,5    | 5,1    |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)                   | 3,0    | 3,9    | 4,5    | 4,3    | 4,0    | -3,0   | 5,8    | 6,0    |
| Eksport (% r/r)                                   | 7,7    | 8,8    | 9,5    | 6,9    | 5,2    | -0,2   | 11,5   | 9,1    |
| Import (% r/r)                                    | 6,6    | 7,6    | 9,8    | 7,4    | 3,0    | -1,9   | 13,2   | 11,6   |
| <b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Inflacja CPI (% r/r)                              | -0,5   | 0,8    | 2,1    | 1,1    | 3,4    | 2,4    | 5,2    | 3,3    |
| Inflacja CPI (% średnia)                          | -0,9   | -0,6   | 2,0    | 1,6    | 2,3    | 3,4    | 4,3    | 3,7    |
| Płace nominalne (% r/r)                           | 3,5    | 4,1    | 5,9    | 7,1    | 6,5    | 4,7    | 4,9    | 6,2    |
| Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)            | 7,4    | 4,9    | 3,5    | 7,4    | 4,7    | 5,3    | 5,0    | 6,0    |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)          | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 0,10   | 0,10   | 1,00   |
| WIBOR3M, (% koniec okresu)                        | 1,72   | 1,73   | 1,72   | 1,72   | 1,71   | 0,21   | 0,21   | 1,49   |
| Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu) | 2,95   | 3,63   | 3,30   | 2,81   | 2,07   | 1,30   | 2,40   | 2,80   |
| USD/PLN (Koniec okresu)                           | 3,95   | 4,18   | 3,48   | 3,76   | 3,79   | 3,77   | 3,76   | 3,78   |
| USD/PLN (Średnia)                                 | 3,77   | 3,95   | 3,78   | 3,61   | 3,84   | 3,89   | 3,80   | 3,77   |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                           | 4,29   | 4,42   | 4,17   | 4,30   | 4,26   | 4,61   | 4,43   | 4,36   |
| EUR/PLN (Średnia)                                 | 4,18   | 4,36   | 4,26   | 4,26   | 4,30   | 4,44   | 4,52   | 4,39   |

# Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

|                                              | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P |
|----------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>            |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Rachunek bieżący                             | -2,6  | -2,5  | 0,8   | -7,7  | 2,9   | 21,0  | 16,3  | 6,0   |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)              | -0,6  | -0,5  | 0,2   | -1,3  | 0,5   | 3,5   | 2,5   | 0,8   |
| Saldo handlu zagranicznego                   | 2,5   | 3,2   | 1,5   | -6,1  | 1,3   | 13,1  | 9,5   | 6,1   |
| Eksport                                      | 191,1 | 196,4 | 228,2 | 254,0 | 260,7 | 259,0 | 304,2 | 343,0 |
| Import                                       | 188,6 | 193,1 | 226,6 | 260,1 | 259,4 | 246,0 | 294,7 | 337,0 |
| Saldo usług                                  | 12,1  | 15,4  | 20,3  | 25,9  | 26,5  | 26,7  | 29,5  | 32,5  |
| Saldo dochodów                               | -16,3 | -19,6 | -21,1 | -22,6 | -22,9 | -17,7 | -20,9 | -29,4 |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>             |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)    | -2,6  | -2,2  | -1,5  | -0,2  | -0,7  | -7,0  | -6,0  | -4,1  |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicznych | -0,9  | -0,5  | 0,1   | 1,2   | 0,7   | -5,6  | -4,6  | -2,8  |
| Dług publiczny (Polska metodologia)          | 48,7  | 51,9  | 48,4  | 46,4  | 43,3  | 48,0  | 48,3  | 48,0  |

## Prognozy długoterminowe

|                                          | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P |
|------------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Realny wzrost PKB (% r/r)                | -2,7 | 4,2   | 5,3   | 4,1   | 3,6   | 3,5   |
| Inflacja CPI (% średnia)                 | 3,4  | 4,3   | 3,7   | 3,2   | 2,6   | 2,5   |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)          | 3,5  | 2,5   | 0,8   | 0,8   | 0,5   | 0,7   |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu) | 0,10 | 0,10  | 1,00  | 2,00  | 2,00  | 2,00  |
| USD/PLN (Koniec okresu)                  | 3,77 | 3,76  | 3,78  | 3,60  | 3,40  | 3,21  |
| USD/PLN (Średnia)                        | 3,89 | 3,80  | 3,77  | 3,70  | 3,50  | 3,30  |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                  | 4,61 | 4,43  | 4,36  | 4,34  | 4,32  | 4,30  |
| EUR/PLN (Średnia)                        | 4,44 | 4,52  | 4,39  | 4,35  | 4,33  | 4,31  |



## 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 pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.



Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.