

CitiMonthly

Rozgrzana gospodarka w cieniu delty

Piotr Kalisz, CFA
Cezary Chrapek, CFA
Lipiec 2021

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

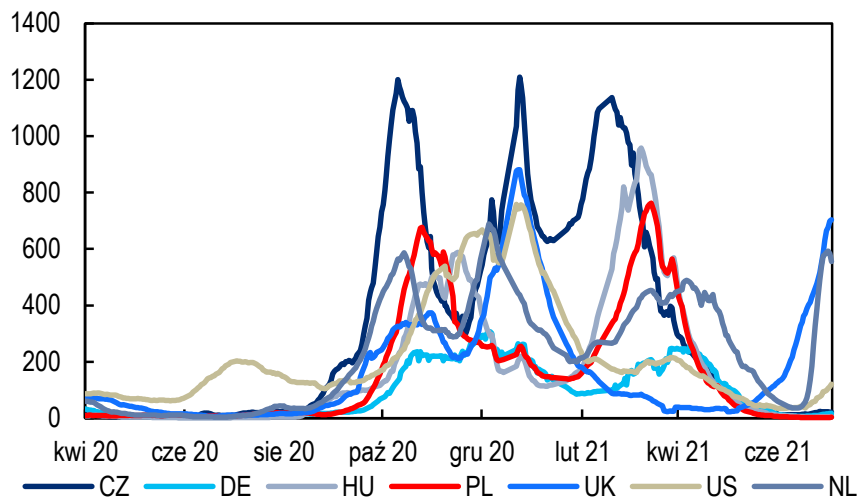
 **citi handlowy**[®]

Podsumowanie

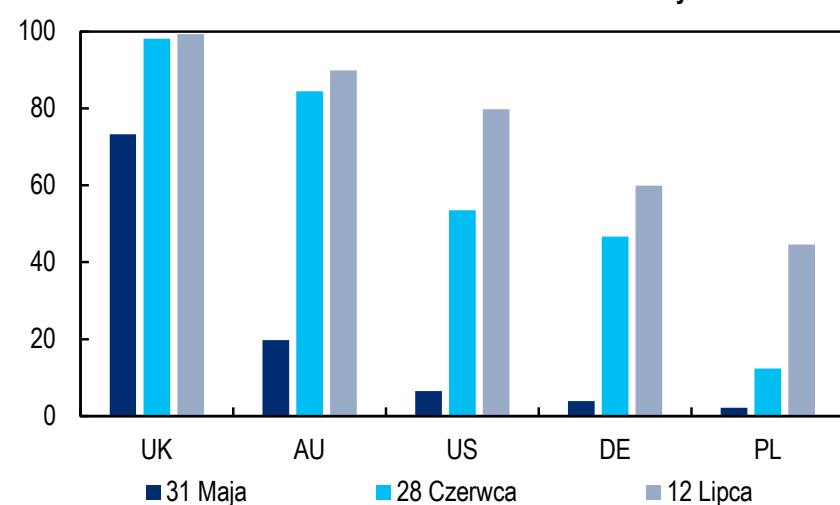
- Dane o aktywności gospodarczej za czerwiec pokazały spowolnienie w przypadku produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej oraz płac. Choć efekt niskiej bazy z ubiegłego roku stopniowo wygasa, to aktywność gospodarcza pozostaje stosunkowo wysoka.
- Nasze szacunki wskazują na mocny wzrost PKB w II kwartale o 2% kw/kw i 10,4% r/r.
- Otwarcie gospodarki sprzyja obniżeniu stopy oszczędności gospodarstw domowych i utrzymaniu solidnego popytu na pracę, stwarzając warunki do 6% wzrostu konsumpcji prywatnej w latach 2021-2022.
- Oczekiwane ożywienie na rynku budowlanym i napływ środków unijnych w ramach nowej perspektywy i Funduszu Odbudowy będą wspierać ~10% wzrost inwestycji w tym roku i nieco mniejszą dynamikę w kolejnych latach. Istnieje jednak ryzyko, że napięcia między Polską i UE mogłyby opóźnić procesy inwestycyjne.
- Choć spowolnienie programu szczepień prawdopodobnie sprawi, że cel zaszczepienia 70-80% populacji nie zostanie osiągnięty w tym roku, to kolejna fala epidemiczna powinna mieć mniejszy wpływ na aktywność gospodarczą niż poprzednie.
- RPP pozostaje niewzruszenie gołębia pomimo dobrych danych z gospodarki, podwyższonej inflacji i zrewidowanej w górę projekcji NBP. Sądzymy, że Rada poczeka z rozpoczęciem dyskusji na temat zacieśnienia polityki pieniężnej do listopadowej projekcji, a do podwyżek stóp dojdzie w 2022 r.
- Złoty tracił na wartości wobec euro wraz ze spadkiem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych i umocnieniem dolara. Powrót kwestii konwersji kredytów walutowych i napięcia z UE mogą utrzymać presję na złotego w najbliższych tygodniach, jednak w dłuższej perspektywie podwyżki stóp i dobre dane powinny sprzyjać umocnieniu PLN.

Czekając na czwartą falę

Nowe przypadki na 1 mln mieszkańców (7DMA)



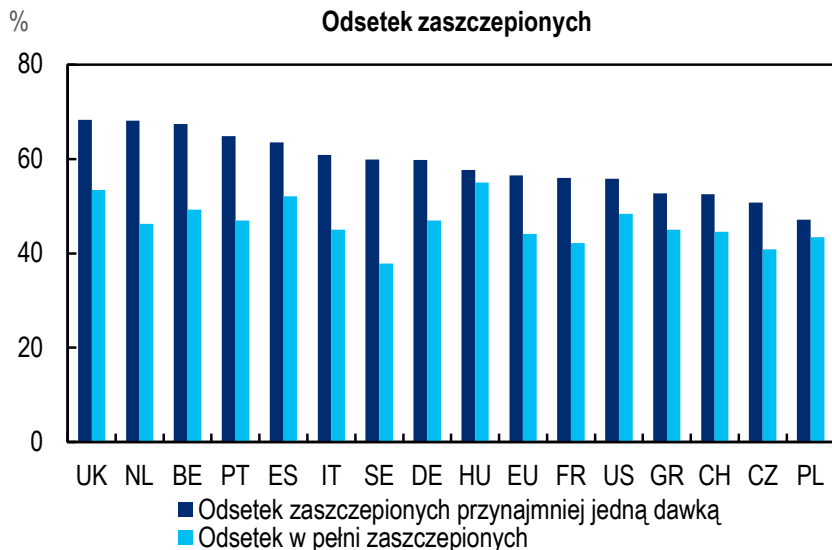
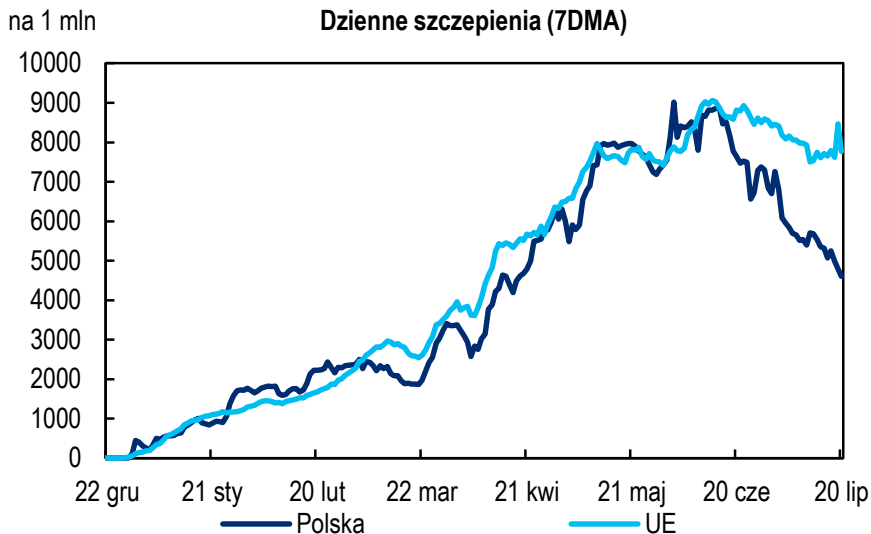
Odsetek zakażeń wirusem Delta w liczbie dziennych zakażeń



Czwarta fala jesienią?

- W Polsce liczba dziennych zakażeń z tytułu COVID nadal utrzymuje się na niskim poziomie, jednak w niektórych krajach Europy krzywa zachorowań w zaczęła dynamicznie rosnąć. Sytuacja pogarsza się przede wszystkim w Wielkiej Brytanii (najwyższy poziom przypadków COVID od stycznia), w Holandii (najwięcej od grudnia) oraz w Hiszpanii.
- Głównym powodem nadejścia kolejnej fali wirusa, może być wariant Delta. Obecnie stanowi on ok. 47% wszystkich mutacji wykrywanych w Polsce, choć liczba osób nim zakażonych jest nadal niska.
- Ze wstępnych badań wynika, że jeszcze szybciej rozprzestrzenia się mutacja Lambda, która według WHO, jest bardziej zakaźna i odporna na szczepionki. Niemniej Ministerstwo Zdrowia nie poinformowało jeszcze o jej pojawieniu się w Polsce.
- Od nowych mutacji wirusa zależeć będzie sytuacja epidemiczna jesienią. W wariancie optymistycznym MZ zakłada od 1 do 3 tys. dziennych zakażeń w trakcie czwartej fali, lecz zaznacza, że gdyby szczepienia stanęły, możemy dojść do 20 tys.
- Zdaniem wirusologów czwarta fala w Polsce najmocniej uderzy w region wschodni i południowo-wschodni, gdzie jest relatywnie najmniej zaszczepionych. W rezultacie jesienią może dojść do regionalizacji restrykcji, zamiast wprowadzenia ogólnopolskiego lockdownu.

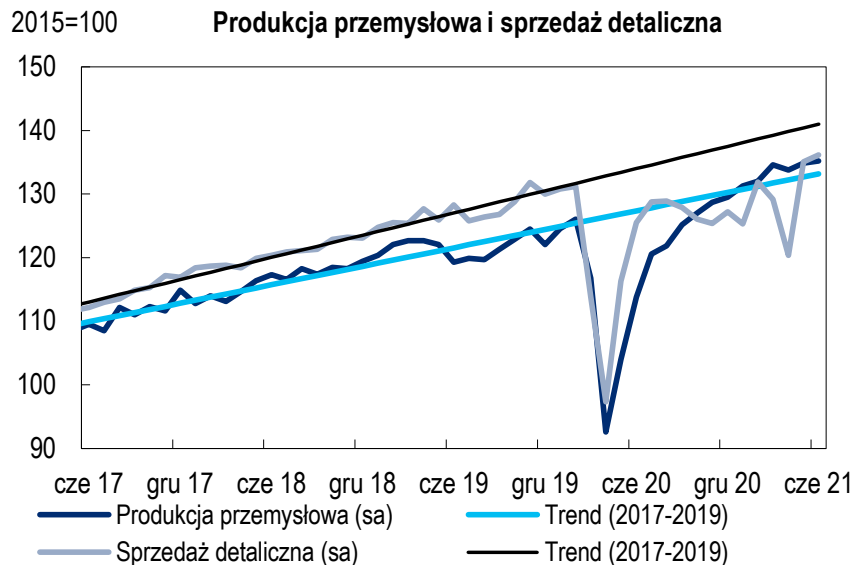
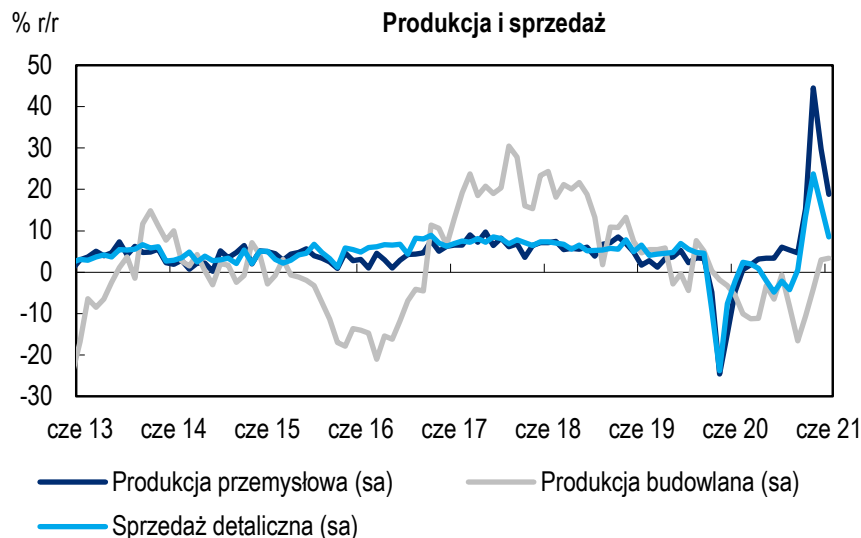
Maleją szanse na zbiorową odporność



Tempo szczepień spada

- Tempo programu szczepień spada, na co wskazuje obniżenie liczby podanych szczepionek o ok. 45% w stosunku do maksimum z początku czerwca.
- W Polsce w pełni zaszczepionych jest ponad 16,6 mln osób, co stanowi ok. 44% całej populacji. Obecnie zdecydowaną większość nowych iniekcji stanowią przypadki podania drugiej dawki. Liczba osób zaszczepionych tylko jedną dawką to ok. 3,5% populacji, co może wskazywać, że już wkrótce program szczepień praktycznie zatrzyma się.
- Pełnomocnik rządu ds. szczepień M. Dworczyk oznajmił, że na tę chwilę nie ma planu wprowadzenia obowiązku szczepień. Niemniej zaznaczył on również, że ostatnie spadki w dynamice rejestracji, stają się coraz większym wyzwaniem dla rządu.
- Według badania CBOS z końca czerwca 70% ankietowanych zaszczepiło się przynajmniej jedną dawką lub deklaruje chęć szczepienia. Niemniej, jedynie ok. 55% pełnoletnich Polaków jest zarejestrowanych, bądź już zaszczepionych, a duża liczba osób (25-30%) nadal nie zamierza się szczepić. Wobec spowolnienia szczepień rząd rozważa eksport do 4 mln szczepionek z magazynów.
- Powyższe dane oznaczają, że choć program szczepień może złagodzić czwartą falę, to osiągnięcie celu zapewniającego zbiorową odporność na poziomie zaszczepienia 70-80% populacji w 2021 r. jest mało prawdopodobne.

Produkcja i sprzedaż wciąż mocne

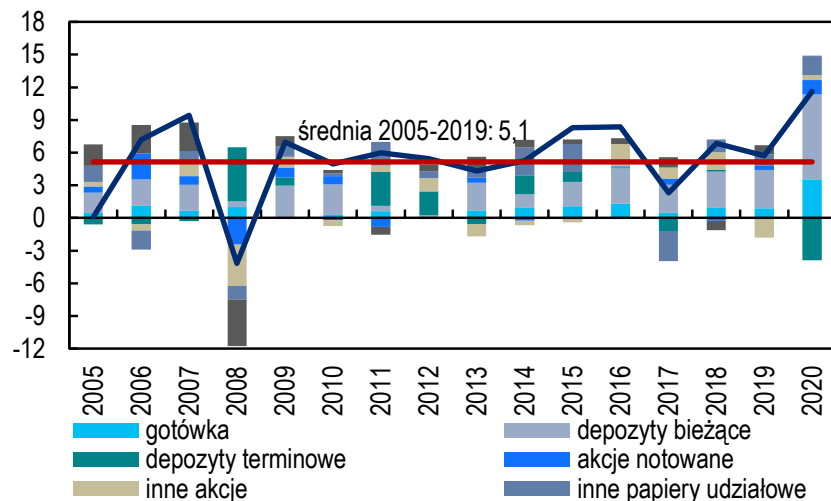


Mocne dane o aktywności w II kw.

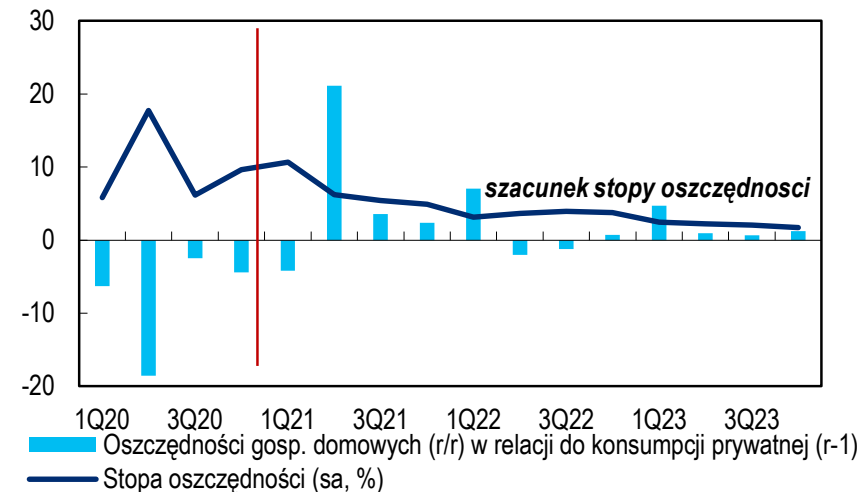
- Produkcja przemysłowa spowolniła w czerwcu do 18,4% z 29,8% w maju. Za spowolnienie odpowiedzialny był przede wszystkim sektor motoryzacyjny (ok. 8 pkt proc z 11,4 pkt spadku rocznego tempa wzrostu).
- Pomimo spowolnienia największą dynamikę ponownie notowały sektory nastawione na eksport, które były motorem wzrostu produkcji także w poprzednich miesiącach i w 2020 r. (komputery, urządzenia elektryczne, elektroniczne, maszyny). Po korekcie o czynniki sezonowe produkcja wzrosła o 0,2% m/m i pozostała powyżej trendu sprzed epidemii.
- Z kolei sprzedaż detaliczna spowolniła do 8,6% r/r z 13,9%, a po korekcie o czynniki sezonowe wzrosła o 0,8% m/m, co ponownie zmniejszyło odchylenie od przedpandemicznego trendu. Do osłabienia wzrostu przyczyniła się przede wszystkim sprzedaż aut oraz odzieży i obuwia.
- Oslabienie w przemyśle i handlu wynikało przede wszystkim z efektu bazy statystycznej w związku z epidemią.
- Produkcja budowlana rozczarowała, nieznacznie spowalniając do 4,4% z 4,7% (-1,5% m/m sa). Przyspieszyła produkcja budynków, rekompensując jednocześnie osłabienie wyniku inżynierii lądowej. Sektor budowlany pozostał znacznie słabszy w porównaniu do handlu i przemysłu.

Wysokie oszczędności wesprą konsumpcję

pkt proc. PKB Zmiana aktywów finansowych gospodarstw domowych



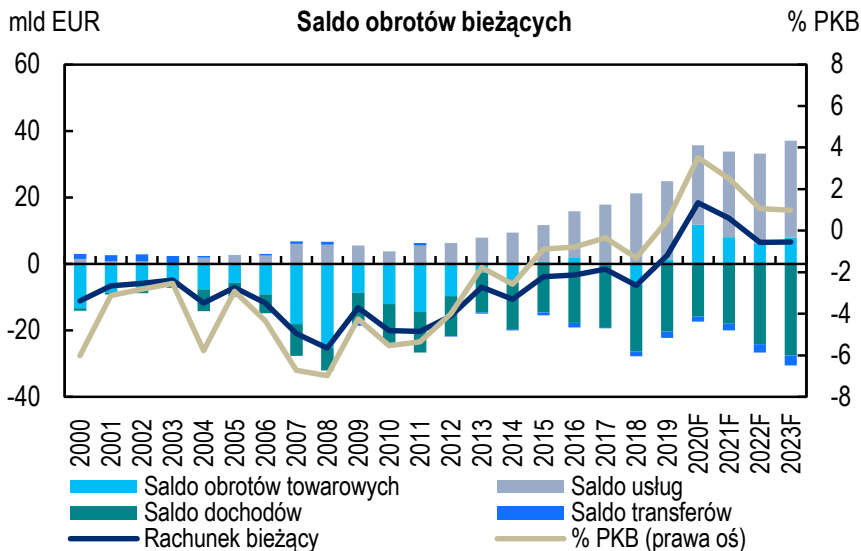
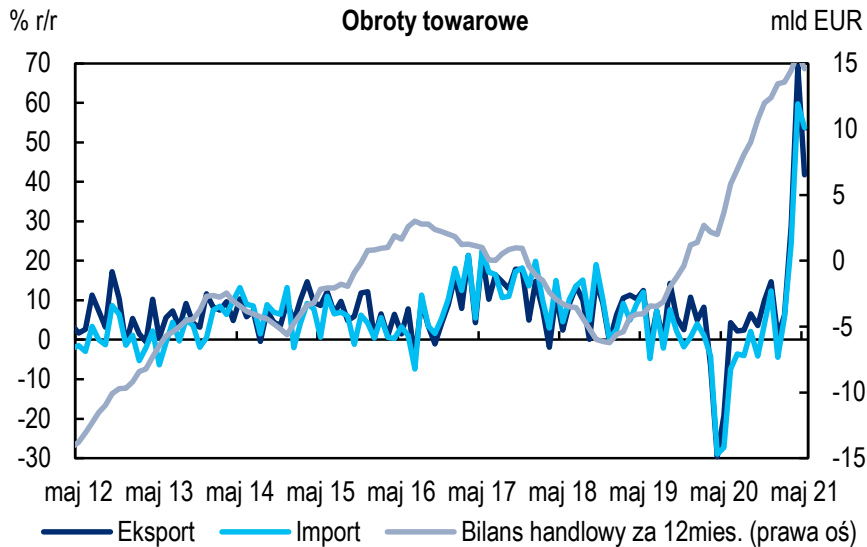
% Zmiana stopy oszczędności vs. konsumpcja prywatna



Konsumenci obniżają stopę oszczędności

- Oczekujemy znacznego spadku stopy oszczędności gospodarstw domowych w II i III kw. br. w reakcji na ponowne otwarcie gospodarki
- Już dane o podaży pieniądza za maj pokazały najgłębszy spadek stanu depozytów i gotówki od wielu lat. Biorąc pod uwagę znaczne nadwyżkowe oszczędności zakumulowane w poprzednich kwartałach (ok 6-8% PKB) oraz postępujący program szczepień sądzimy, że obniżona stopa oszczędności może utrzymać się także w kolejnych miesiącach.
- W dalszej perspektywie niepewność odnośnie kształtowania się stopy oszczędności gospodarstw domowych jest większa. Ewentualne ponowne wprowadzenie restrykcji w IV kw. 21 i I kw. 22 w związku z kolejną falą epidemiczną może doprowadzić do przejściowego wzrostu oszczędności, ale zakładamy, że będzie to znacznie mniejsza zmiana niż w 2020 r. W kierunku wyższej stopy oszczędności może oddziaływać wysoka dynamika płac i obserwowany jeszcze przed pandemią trend wzrostowy udziału wynagrodzeń w wartości dodanej przedsiębiorstw niefinansowych.
- Z kolei słabnący profil demograficzny oraz trwałe zmiany otoczenia gospodarczego wprowadzone poprzez "Polski Ład" mogą oddziaływać w kierunku niższej stopy oszczędności w kolejnych latach.

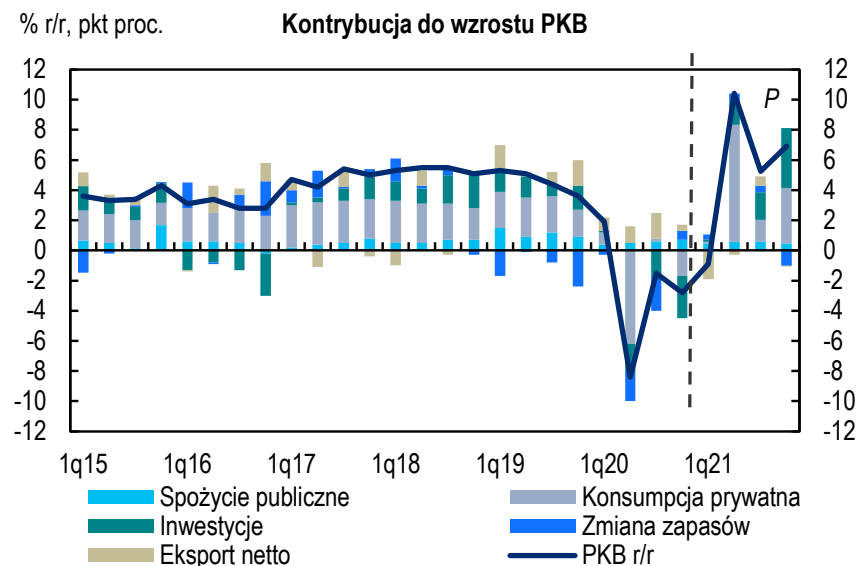
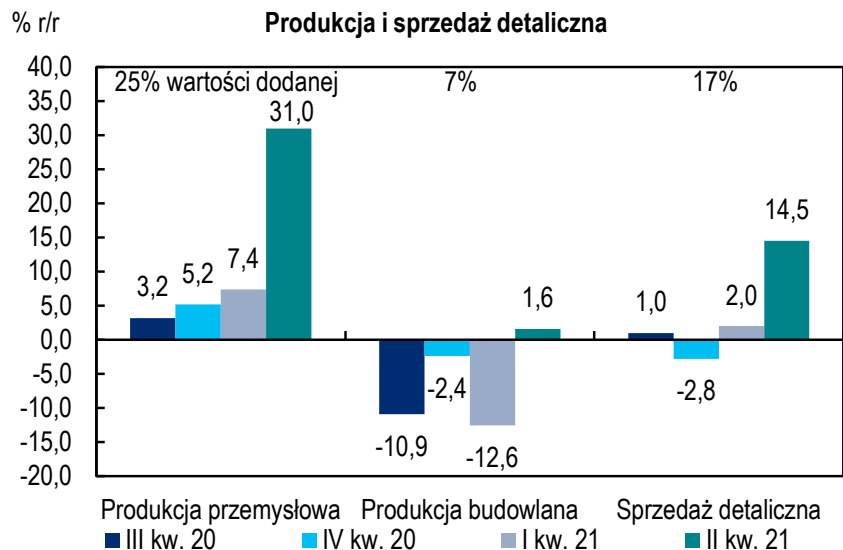
Słabszy bilans handlowy



Import wreszcie mocniejszy niż eksport

- W maju nadwyżka na rachunku obrotów bieżących obniżyła się bardziej niż oczekiwał tego rynek, spadając do 60 mln EUR z 1,6 mln EUR.
- Powodem niespodzianki był silniejszy niż zakładano spadek nadwyżki w handlu towarami spowodowany mniejszym spadkiem dynamiki importu, niż eksportu. Niemniej, w obu przypadkach wzrost pozostał wysoki: 41,7% r/r w przypadku eksportu i 53,7% r/r w przypadku importu. Poza efektami bazy wysoka dynamika obrotów handlowych odzwierciedla szybkie ożywienie w globalnym handlu, na którym Polska korzystała w ostatnim roku.
- Tempo wzrostu importu przekroczyło wzrost eksportu po raz pierwszy od kwietnia 2020 r. Główną przyczyną był import dóbr pośrednich, wykorzystywanych w produkcji na eksport oraz wzrost cen importowanej ropy do ok. 65 USD/baryłka z ok. 30 przed rokiem. Z kolei eksport wspiera wysoka dynamika sprzedaży baterii samochodowych, odzieży i odbiorników telewizyjnych.
- Skumulowane saldo obrotów bieżących spadło po maju do 2,9% PKB, z 3,2% PKB w kwietniu. Spodziewamy się kontynuacji tego trendu oraz szacujemy, że saldo obrotów bieżących wyniesie 2,5% na koniec roku, a w roku 2022 1-1,5%, przy ożywieniu konsumpcji prywatnej napędzającej import, wzroście reinwestowanych zysków inwestorów bezpośrednich oraz dywidend.

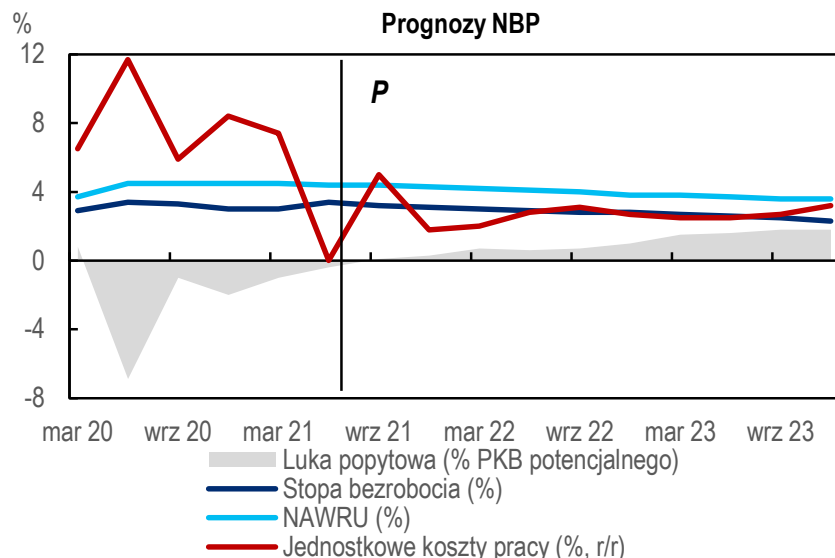
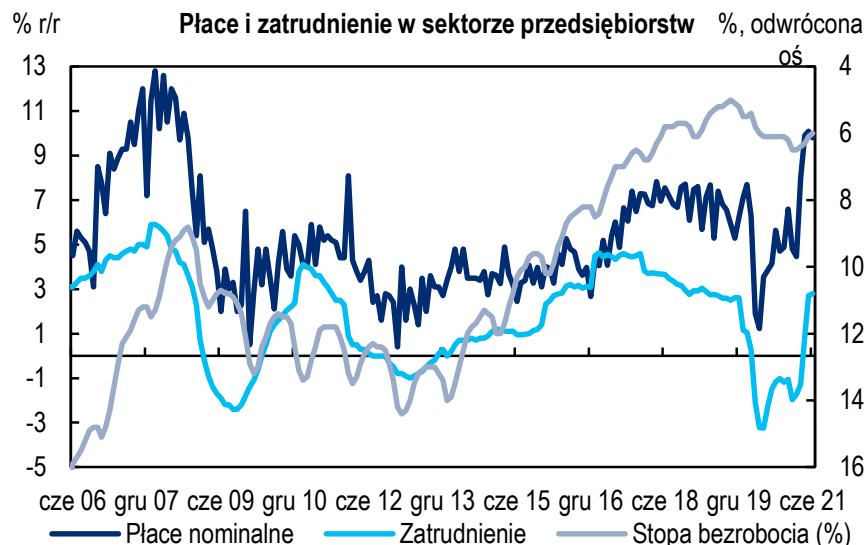
Mocny wzrost na lata



Dynamiczny wzrost w 2021 i 2022 roku

- Miesięczne dane o aktywności gospodarczej naszą prognozę PKB na II kw. na poziomie 2% kw/kw i 10,4% r/r (szacunek ten może jeszcze ulec zmianie pod wpływem czerwcowych danych o handlu zagranicznym).
- W II poł. roku oczekujemy spowolnienia produkcji przemysłowej do 10-15% r/r, co wciąż będzie bardzo dobrym wynikiem. Wspierać go będzie słaby złoty i wolniejsze niż dotąd zakładaliśmy przesunięcie popytu z dóbr trwałych w kierunku usług w związku z ryzykiem kolejnej fali COVID w Europie.
- Oczekujemy także utrzymania wysokiego wzrostu konsumpcji prywatnej (13,5% w II kw. i 4,9% w II poł. roku, ok. 6% w 2021-2022 r.) wspieranej przez poprawę sytuacji na rynku pracy, spadek stopy oszczędności, poprawę nastrojów konsumentów i zwiększenie akcji kredytowej.
- Spodziewamy się dalszego ożywienia inwestycji napędzanych przez ożywienie produkcji budowlanej (ok. 50% wzrost wydanych pozwoleń na budowę za styczeń-maj) oraz napływ środków unijnych. Przyjmujemy mocny 10% wzrost inwestycji w tym roku i ok. 6,5% w latach 2022-2023. Napięcia między Polska i UE mogą potencjalnie opóźnić napływ funduszy z UE i wypłaszczyć ścieżkę inwestycji.
- Oczekujemy ponad 5% wzrostu PKB w 2021 i 2022 r.

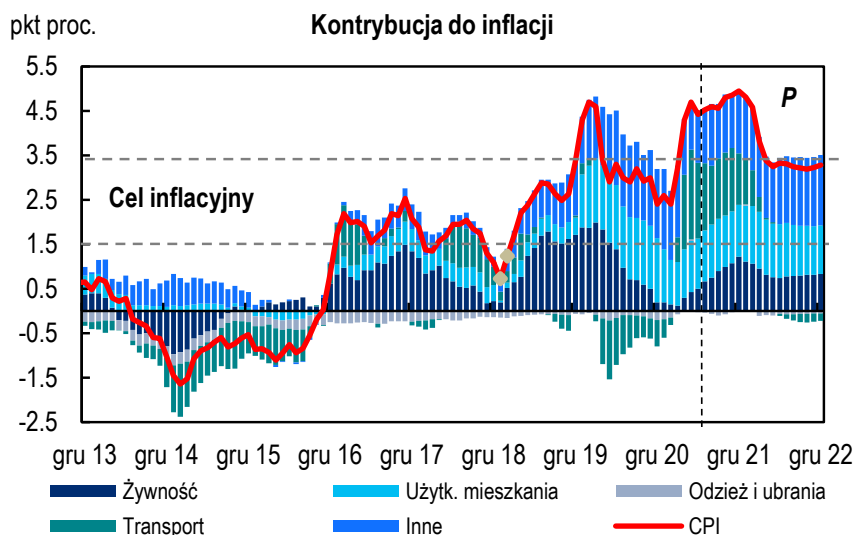
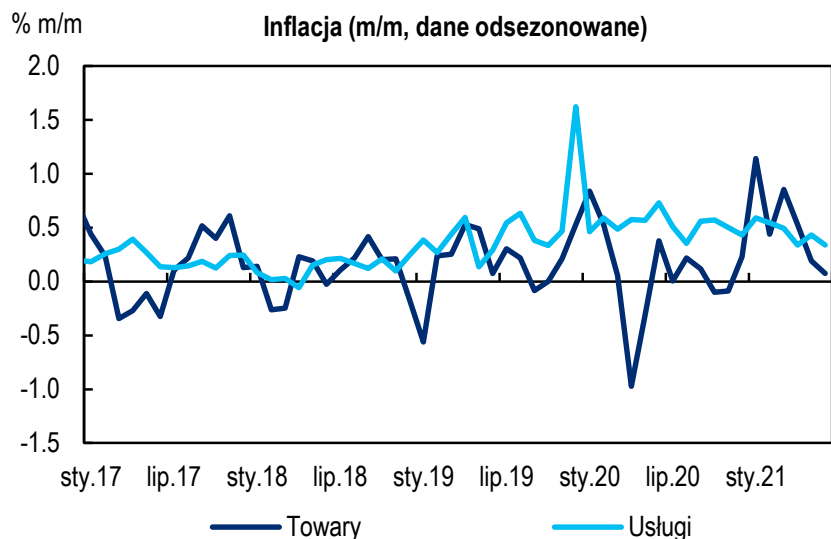
Wysoki popyt na pracę



Dalsza poprawa na rynku pracy

- Dane z rynku pracy za czerwiec zaskoczyły w górę niższym niż oczekiwał rynek spadkiem dynamiki płac i wyższym wzrostem zatrudnienia. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 9,8% r/r, a przeciętne zatrudnienie o 2,8% r/r.
- Zatrudnienie wzrosło drugi miesiąc z rzędu, głównie za sprawą przywracania wymiaru etatów sprzed pandemii i wznowiania przyjęć, a także mniejszej absencji w związku z pobieraniem zasiłków opiekuńczych i chorobowych. Prawdopodobnie czynniki te wywarły też wpływ na wzrost wynagrodzeń.
- Choć efekty bazy, które podwyższały dynamikę płac i zatrudnienia w ostatnich miesiącach, będą stopniowo wygasać sądzimy, że dane z rynku pracy pozostaną pod wpływem rosnącego popytu na pracę. W kolejnych miesiącach spodziewamy się kontynuacji powyższych pozytywnych tendencji, przy spadającym bezrobociu.
- Szacujemy, że wzrost wynagrodzenia osiągnie średnio ok. 8% w latach 2021-2023, co jest jednocześnie zbliżone do wyników projekcji NBP.
- Jednocześnie oczekujemy, że w najbliższych latach stopa bezrobocia będzie stopniowo opadać, prawdopodobnie poniżej stopy NAWRU, co powinno sprzyjać konsumpcji prywatnej oraz może utrzymać presję inflacyjną.

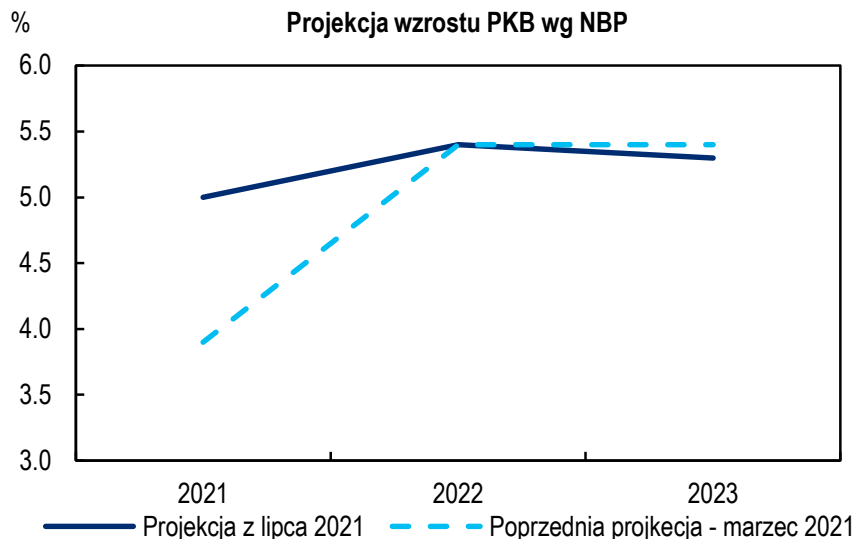
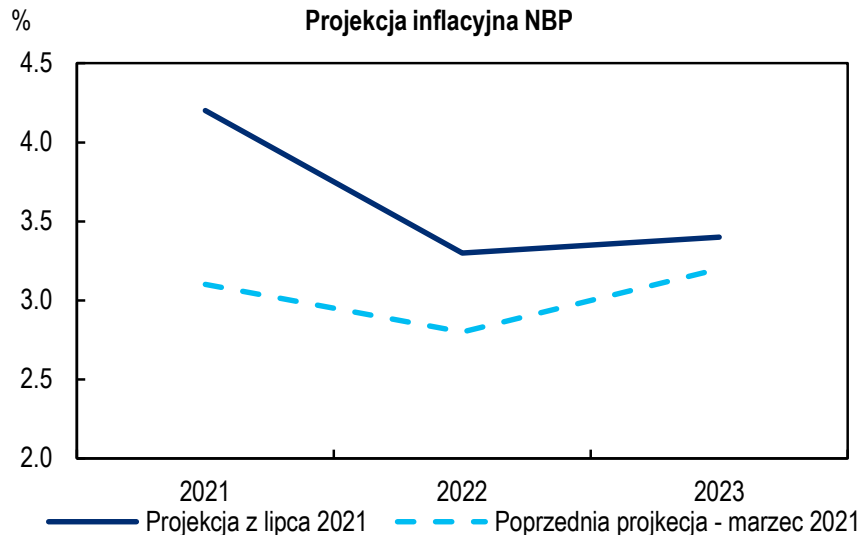
Inflacja powyżej celu NBP na długo



Inflacja wciąż powyżej celu

- Czerwiec przyniósł lekki spadek inflacji do 4,4% r/r, wobec 4,7% w maju. Ponieważ roczne dynamiki cen są obecnie zaburzane przez występowanie efektu wysokiej bazy, czasami trudno ocenić na ile obserwowane trendy to rzeczywiście oznaka słabnącej presji cenowej. Pewną wskazówką może być zachowanie się danych w ujęciu miesiąc-do-miesiąca, po wyeliminowaniu sezonowości.
- Spoglądając na dane odsezonowane widać wyraźne osłabienie w przypadku dynamiki cen towarów (wykres obok). Ceny w tej kategorii rosły w maju i czerwcu wolniej niż na początku roku, co może sugerować, że zaburzenia w łańcuchach dostaw mają obecnie mniejsze znaczenie.
- Jednocześnie miesięczne wzrosty cen usług utrzymują się na wyższym poziomie. Ta tendencja to zapewne efekt napiętej sytuacji na rynku pracy oraz przesuwania popytu od towarów w kierunku usług.
- Nasze prognozy wskazują na utrzymanie podwyższonej inflacji do końca bieżącego roku, podczas gdy w 2022 r. inflacja powinna się obniżyć dzięki efektowi wysokiej bazy. Mimo to, naszym zdaniem nawet po spodziewamy spadku, wskaźnik CPI powinien pozostać na podwyższonym poziomie, mniej więcej 1 punkt procentowy powyżej 2,5% celu inflacyjnego RPP.

Polityka pieniężna

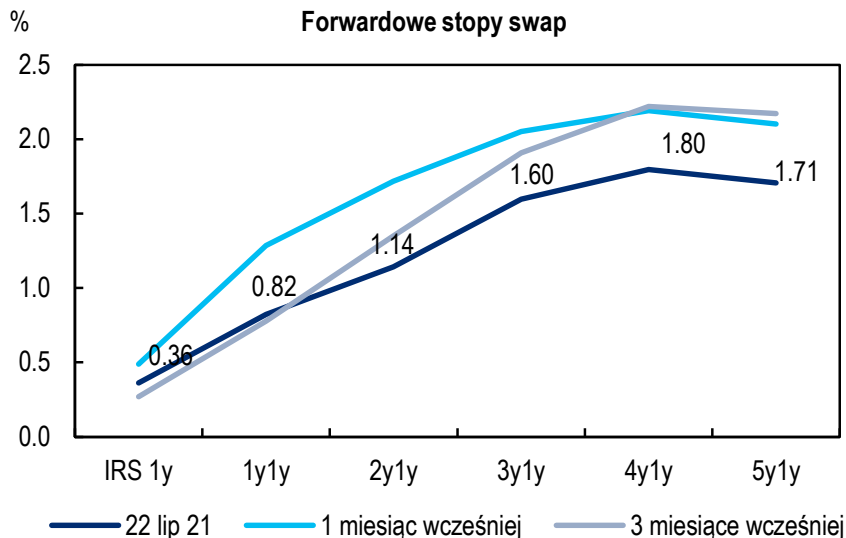
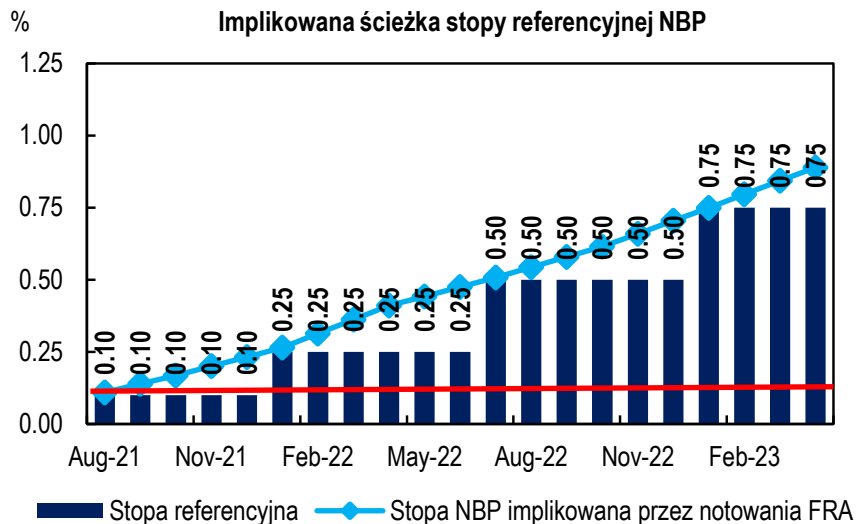


Źródło: NBP, Citi Handlowy.

NBP bardziej optymistycznie o wzroście PKB

- Mijający miesiąc nie przyniósł żadnego przełomu w kwestii przyszłych stóp procentowych. Wraz ze zbliżaniem się lipcowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej (RPP) część uczestników rynku liczyła, że bank centralny mógłby wykorzystać tę okazję do zasygnalizowania przyszłych podwyżek. Nic takiego jednak nie nastąpiło, nawet pomimo najnowszej projekcji inflacyjnej, która pokazała wysoką ścieżkę inflacji oraz PKB.
- Projekcja inflacyjna na 2021 rok została wyraźnie podniesiona (wykres obok). W kolejnych latach zmiany były już niewielkie, jednak pokazały one ścieżkę CPI praktycznie stabilizującą się na poziomie zbliżonym do 3,5%. Byłby to wynik wyraźnie wyższy od celu inflacyjnego (2,5%), jednak wciąż na granicy dopuszczalnego przedziału wahań +/-1pp.
- Projekcja NBP pokazuje trzy kolejne lata z przynajmniej pięcioprocentowym wzrostem PKB. Według banku centralnego luka popytowa, będąca miarą popytowej presji inflacyjnej, stopniowo rośnie w horyzoncie prognozy i w 2023 roku osiąga 1,7% (wobec -2,2% w 2020 r.).
- Wynik ten jest jednak osiągany przy założonym ponad czteroprocentowym wzroście potencjalnego PKB. Gdyby przyjąć wolniejszy (i naszym zdaniem bardziej realistyczny) wzrost potencjału, presja inflacyjna mogłaby okazać się znacznie silniejsza już w 2022 roku.

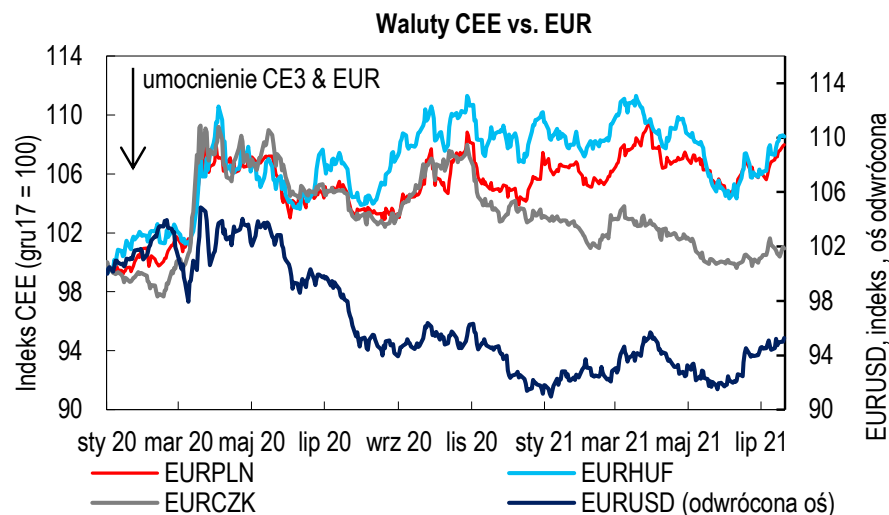
Polityka pieniężna



Stopy na długi bez zmian

- Zarówno lipcowy oficjalny komunikat RPP, jak i ostatnie wypowiedzi przedstawicieli NBP wyraźnie wskazują, że podwyżki stóp procentowych w Polsce to wciąż odległa perspektywa.
- Podczas konferencji prasowej po ostatnim posiedzeniu prezes Głapiński zdefiniował trzy warunki, które musiałyby zostać spełnione aby RPP w ogóle zaczęła rozmawiać o podwyżkach. Aby do tego doszło: 1) pandemia musiałaby przestać zagrażać ożywieniu gospodarczemu, 2) prognozowana inflacja musiałaby trwale wyjść poza przedział wahań, 3) inflacja musiałaby być napędzana przez silny popyt oraz silny rynek pracy.
- Naszym zdaniem spełnienie wszystkich trzech warunków, a w szczególności pierwszego z nich, może być trudne w najbliższym czasie. Z pewnością przez pewien czas RPP może obawiać się wpływu pandemii, szczególnie w obliczu ryzyka czwartej fali COVID. Ponadto, nawet gdyby te warunki zostałyby spełnione, byłyby to dla RPP dopiero podstawa do rozmawiania o podwyżkach, a nie do samych podwyżek.
- W świetle powyższych argumentów podtrzymujemy nasz dotychczasowy scenariusz, który zakłada, że do zacieśnienia polityki pieniężnej dojdzie dopiero w pierwszej połowie 2022 r. W ostatnich tygodniach oczekiwania rynkowe na podwyżki zostały mocno ograniczone i obecnie są zbliżone do naszego scenariusza.

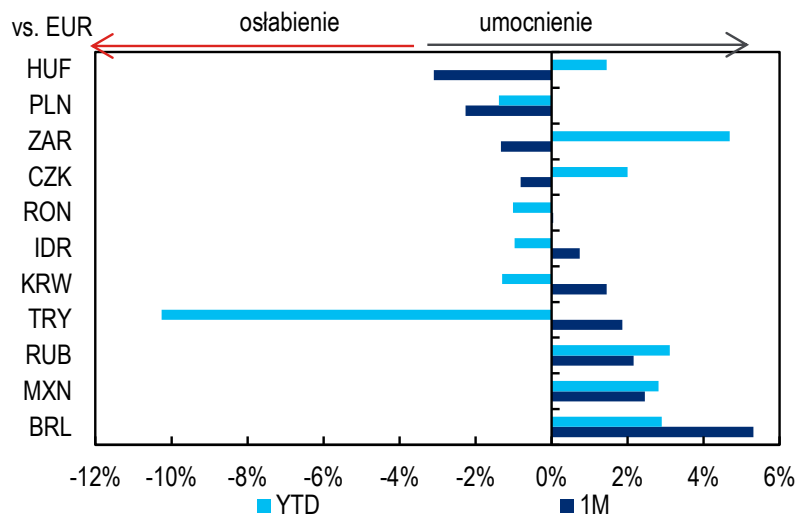
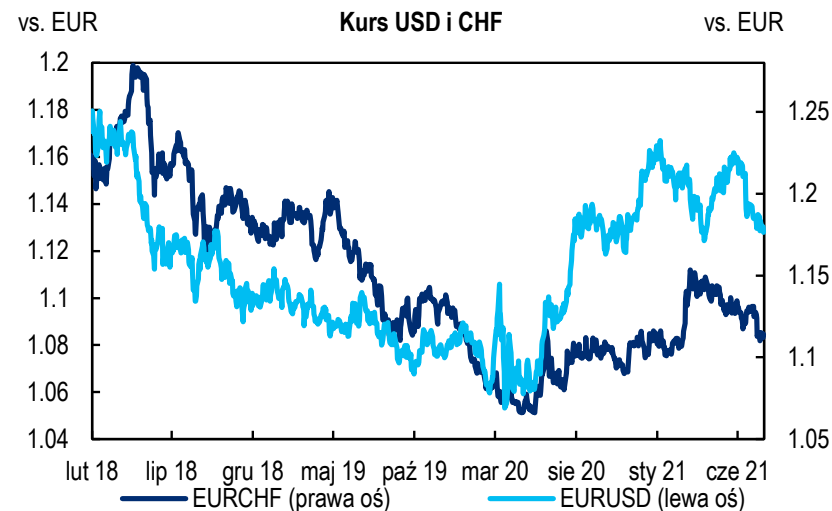
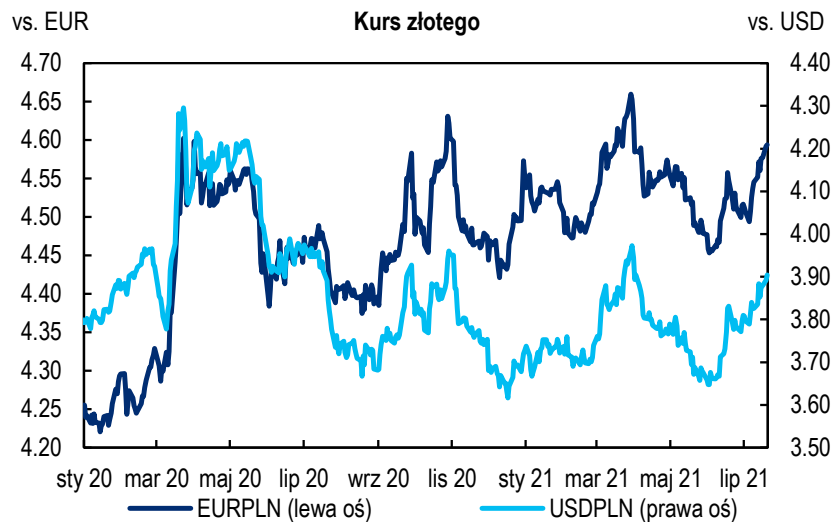
Rynek walutowy



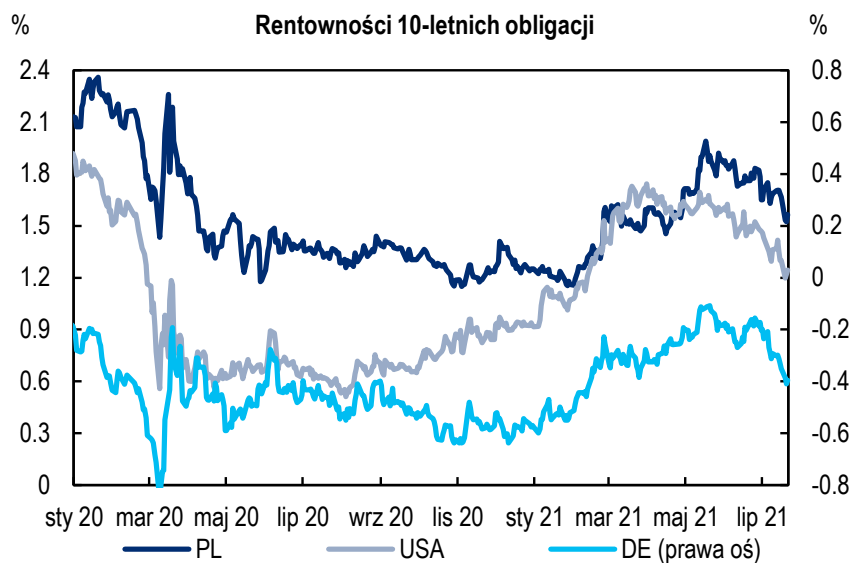
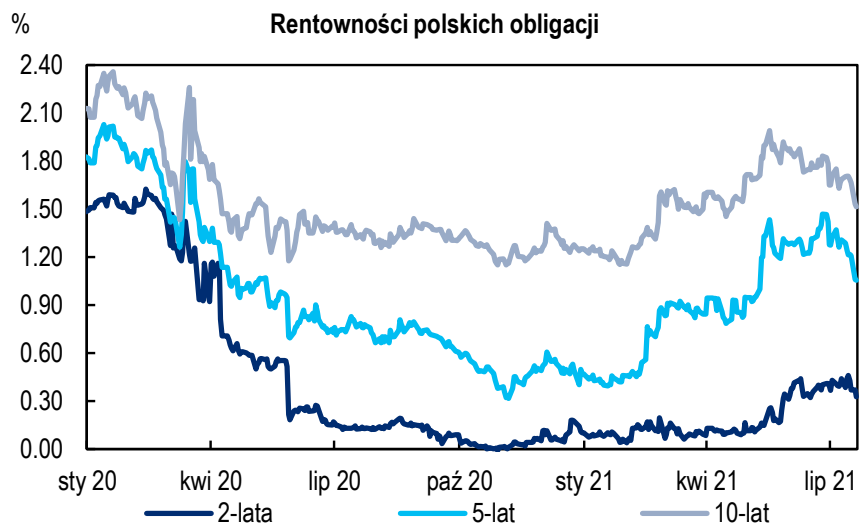
Złoty pod wpływem dolara i stóp

- W ostatnim miesiącu złoty był jedną z najsłabszych walut gospodarek wschodzących.
- Negatywnie na złotego i inne waluty Europy Środkowej oddziaływało dalsze umocnienie dolara na światowych rynkach oraz zawężenie się różnicy stóp rynkowych wobec euro. Najgłębszy spadek stóp rynkowych miał miejsce w przypadku złotego, choć i tak zachował się on lepiej od forinta.
- Spadek stóp swap wynikał z przeszacowania skali oczekiwanych podwyżek stóp w Polsce w reakcji na wyjątkowo gołębie komentarze z RPP.
- Ponadto negatywny wpływ na złotego mógł mieć wzrost ryzyka opóźnień w wypłacie środków unijnych w ramach funduszu odbudowy w związku z napięciami między Polską, a stroną unijną.
- Sądzymy, że nieporozumienia na linii Polska-UE jak również powrót tematu konwersji kredytów walutowych (posiedzenie Sądu Najwyższego 2.09) może utrzymywać presję na złotego.
- Negatywny wpływ może mieć także utrzymanie mocnego dolara.
- W dłuższej perspektywie oczekujemy, że złoty będzie odrabiał straty za sprawą mocnego ożywienia oraz stopniowej rewizji opinii RPP, gdy okaże się, że kolejna fala COVID mija.

Rynek walutowy



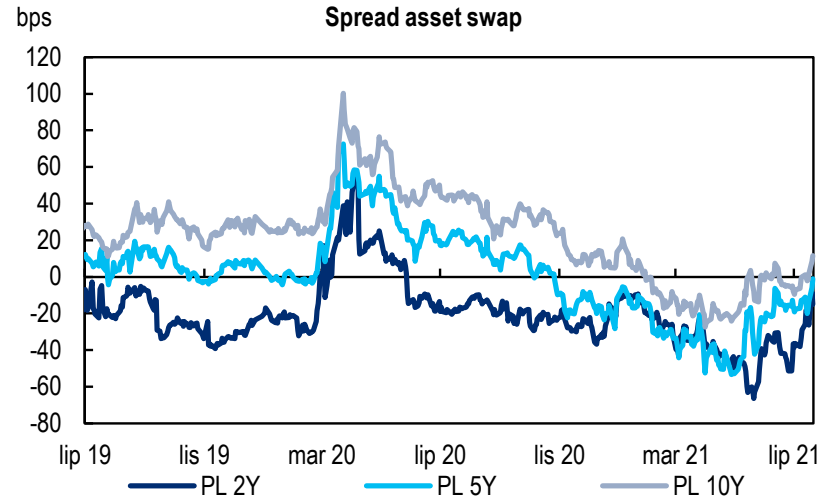
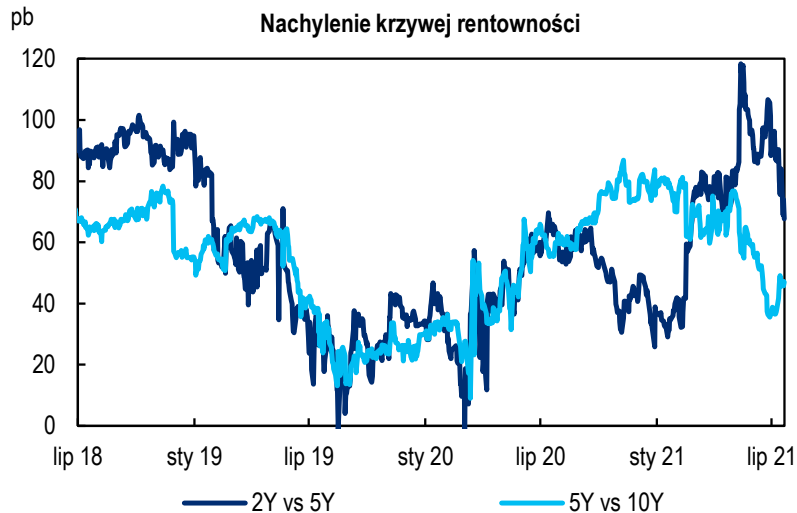
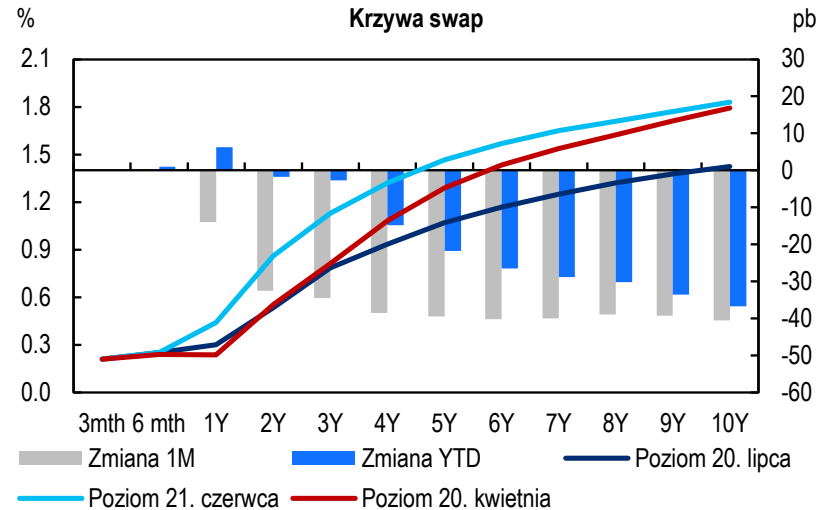
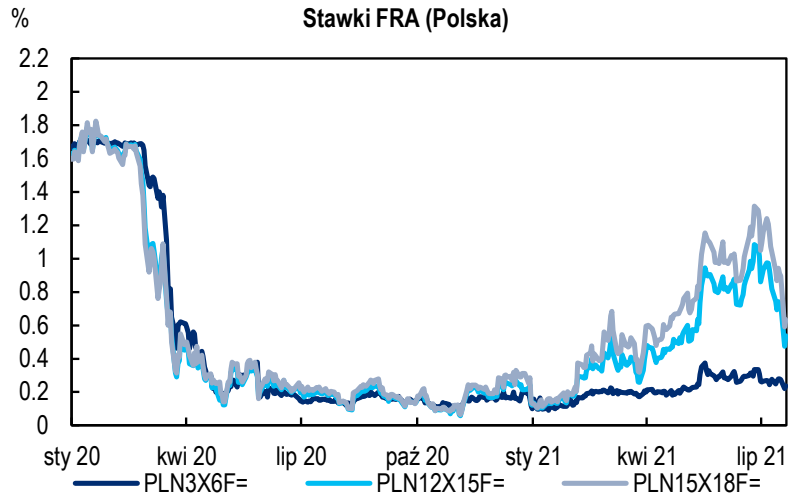
Rynek stopy procentowej



Wypłaszczenie krzywej i spadek rentowności

- W ostatnich tygodniach doszło do znacznego spadku rynkowych stóp procentowych. Miały na to wpływ dwa czynniki. Po pierwsze rynek zmniejszył oczekiwania co do tempa i skali podwyżek stóp procentowych w Polsce w związku z niezmiennie gołębią retoryką RPP i niższą od prognoz inflacją. To spowodowało spadek stóp FRA o dłuższych tenorach (1-2 lata) o ok. 40-60 pb. Jednocześnie o ok. 40 pb obniżyła się niemal cała krzywa swap. Po drugie, w kierunku niższych rentowności oddziaływało umocnienie na bazowych rynkach długu. Rentowności 10-letnich Bundów i UST obniżyły się w ciągu miesiąca o ok. 22-25 pb, a spread krajowych obligacji nie zmienił się wobec nich istotnie. Krzywa rentowności obligacji wypłaszczyła się w związku z wzrostem spreadu kredytowego asset swap.
- Sądzymy, że obawy o kolejną falę epidemiczną mogą utrzymywać presję na niższe rentowności przez jakiś czas jednak zakładamy, że skala szczepień zmniejszy poziom restrykcji względem poprzednich fal. Jednocześnie sądzymy, że gospodarka zanotuje mocny wzrost, a inflacja pozostanie wysoka, a z kolejnymi miesiącami *termin* rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp będzie się przybliżał. To powinno przełożyć się na powrót wyższych stóp swap i rentowności w kraju i na rynkach bazowych w kolejnych miesiącach.

Rynek stopy procentowej



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2020							2021					
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	0,5	1,1	1,5	5,7	1,0	5,4	11,1	0,7	2,7	18,6	44,5	29,8	18,4
Produkcja przemysłowa (% m/m)	13,9	3,4	-5,7	15,3	3,1	-1,6	-4,5	-5,4	4,3	18,2	-9,2	-0,8	4,0
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	0,9	1,1	2,1	7,1	1,6	7,2	12,7	0,5	2,7	20,6	50,6	32,4	19,4
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-2,3	-11,0	-12,0	-9,8	-5,8	-4,9	3,4	-10,1	-16,9	-10,8	-4,2	4,7	4,4
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-1,3	3,0	0,5	2,5	-2,3	-5,3	-0,8	-6,0	-3,1	15,2	21,1	13,9	8,6
Stopa bezrobocia (%)	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	6,5	6,5	6,4	6,3	6,1	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4
Inflacja (% m/m)	0,6	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	1,3	0,5	1,0	0,8	0,3	0,1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	0,1	1,0	2,2	4,2	5,5	6,6	7,0
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,4	0,3	-0,4	0,3	0,5	0,0	0,3	1,0	1,0	1,6	0,7	0,9	0,7
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	6,6	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	3.333	650	1.273	1.330	1.917	1.504	889	2.006	834	116	1.631	60	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	2,2	2,4	2,8	2,9	3,2	3,3	3,5	3,4	3,2	3,1	3,2	2,9	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	2291	766	817	1525	1856	2097	534	1409	940	878	1300	185	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	19106	19654	18018	21515	22938	23065	19808	19891	21337	24651	23384	22636	-
Eksport (% r/r)	4,3	2,2	2,4	6,6	3,6	10,0	14,7	0,8	6,3	28,9	69,2	41,7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	16815	18888	17201	19990	21082	20968	19274	18482	20397	23773	22084	22451	-
Import (% r/r)	-7,4	-3,6	-4,0	2,1	-4,1	4,1	12,4	-4,5	5,8	24,3	59,7	53,7	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2020					2021							
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VII
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	18,1	16,8	16,2	17,0	17,0	16,1	16,4	16,8	16,3	14,4	11,2	9,0	7,4
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	12,1	11,6	10,4	10,4	10,5	9,5	10,9	10,8	10,8	10,1	9,4	6,9	6,4
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	30,1	27,5	28,0	29,6	26,5	25,0	19,0	20,1	21,2	20,4	15,2	10,6	4,8
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	4,4	3,4	2,6	2,7	3,6	2,6	2,9	2,1	1,4	1,1	1,4	2,4	2,9
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	0,0	-2,4	-3,7	-3,9	-3,2	-4,5	-4,9	-5,0	-5,2	-8,4	-7,5	-5,2	-4,7
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 3M (średnio)	0,27	0,25	0,23	0,23	0,22	0,22	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
WIBOR 3M (koniec okresu)	0,26	0,23	0,23	0,22	0,22	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	0,03	0,11	0,15	0,09	0,10	0,04	0,05	0,01	-0,01	0,04	-0,01	0,09	0,08
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	0,17	0,12	0,15	0,09	0,01	0,05	0,10	0,06	0,16	0,09	0,11	0,31	0,39
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	0,73	0,67	0,76	0,61	0,38	0,49	0,47	0,46	0,88	0,84	0,95	1,28	1,28
EUR/PLN (koniec okresu)	4,47	4,41	4,40	4,53	4,62	4,48	4,61	4,54	4,52	4,66	4,57	4,48	4,52
USD/PLN (koniec okresu)	3,98	3,72	3,69	3,87	3,96	3,74	3,76	3,75	3,72	3,97	3,77	3,67	3,80
EUR/USD (koniec okresu)	1,12	1,19	1,19	1,17	1,17	1,20	1,23	1,21	1,21	1,17	1,21	1,22	1,19
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	17,1	16,3	13,3	13,8	12,1	13,2	85,0	-6,6	-0,9	3,4	-9,2	-9,4	-
Def. budżetowy skum. (% planu)*	15,7%	14,9%	12,2%	12,6%	11,0%	12,1%	77,7%	-6,1%	-0,8%	3,1%	-8,4%	-8,6%	-

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, NBP, Citi Handlowy

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	597	665	717
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.324	2.506	2.734
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.540	15.582	17.387	18.768
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	5,7	5,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,7	5,3	5,7
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,6	9,9	7,4
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,3	4,6	5,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	5,5	6,1
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-0,2	15,0	10,7
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,9	16,5	11,3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	4,9	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,2	3,5
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,7	8,0	8,6
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	5,3	5,0	7,0
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	0,26	1,54
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	2,00	2,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,77	3,87	3,83
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,80	3,86
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,57	4,40
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,54	4,49

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	21,0	16,6	7,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,5	1,1
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	13,1	9,3	7,4
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	259,0	311,8	351,6
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	246,0	302,4	344,2
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,5	26,7	29,9	32,9
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-17,7	-20,9	-29,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,0	-5,5	-4,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,6	-4,1	-2,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	48,0	47,5	46,9

Prognozy długoterminowe

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2,7	5,3	5,7	4,3	3,8	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	3,4	4,1	3,5	3,2	2,6	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	3,5	2,5	1,1	1,0	0,7	0,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0,10	0,10	1,00	2,00	2,00	2,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,77	3,77	3,80	3,65	3,45	3,26
USD/PLN (Średnia)	3,89	3,77	3,81	3,75	3,55	3,35
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,61	4,47	4,40	4,34	4,32	4,31
EUR/PLN (Średnia)	4,44	4,52	4,43	4,36	4,33	4,32



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 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.