

CitiMonthly

Dwucyfrowy wzrost czy inflacja?

Piotr Kalisz, CFA
Cezary Chrapek, CFA

Styczeń 2022

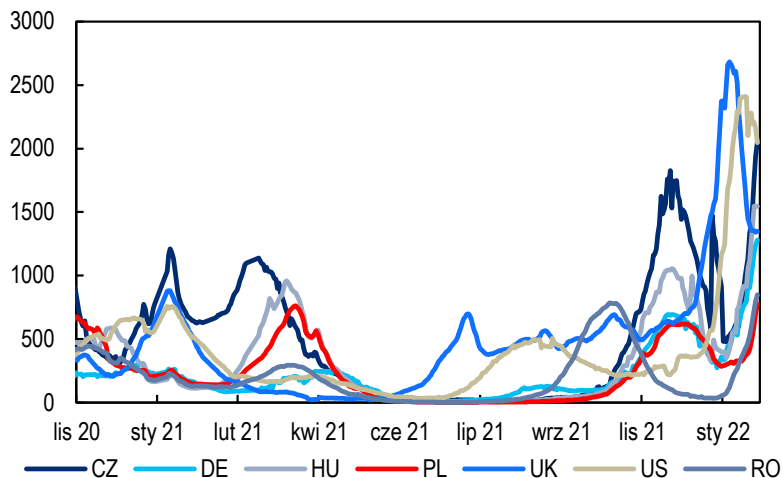
www.citihandlowy.pl
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

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

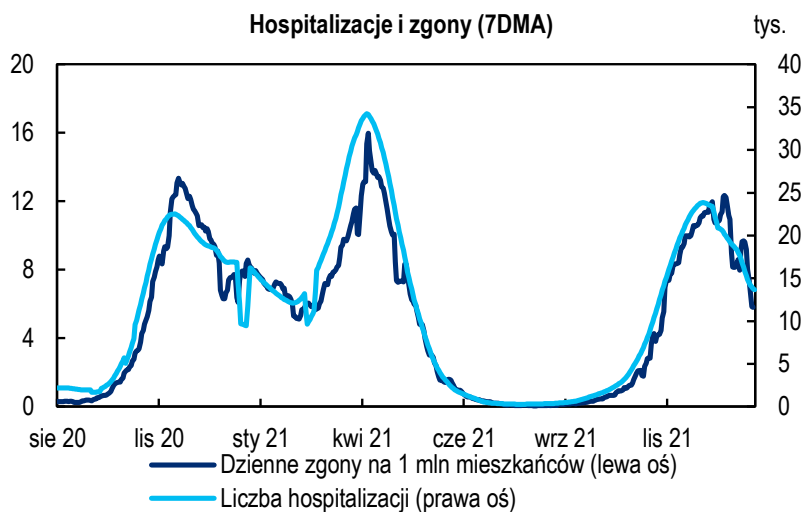
Podsumowanie

- Rok zakończył się zaskakująco silnym wzrostem PKB, który w ujęciu zannualizowanym sięgnął zapewne około 10%
- W 2022 r. spodziewamy się wyraźnego osłabienia aktywności pod wpływem szoku energetycznego i podwyżek stóp procentowych
- Mimo spowolnienia, wzrost w 2022 roku wyraźnie przekroczy 4%, a może sięgnąć nawet około 5%. Tak wysoki całoroczny wynik będzie zasługą wysokiego punktu startowego (*carry over*), który szacujemy na ponad 3,5 pp
- Inflacja może sięgnąć dwucyfrowych poziomów już w styczniu, a następnie zostanie obniżona przez cięcia podatku VAT i akcyzy na energię, gaz, paliwa i żywność
- Program inflacyjny jednak nie znika – do obniżenia inflacji potrzeba zacieśnienia polityki pieniężnej lub fiskalnej
- Nasz scenariusz podwyżek stóp procentowych do ponad 4% stał się w ostatnich dniach scenariuszem rynkowym. Oczekujemy, że po znacznych podwyżkach w 2022 roku, kolejny rok przyniesie ich stopniowe obniżki

Nowe przypadki na 1 mln mieszkańców (7DMA)



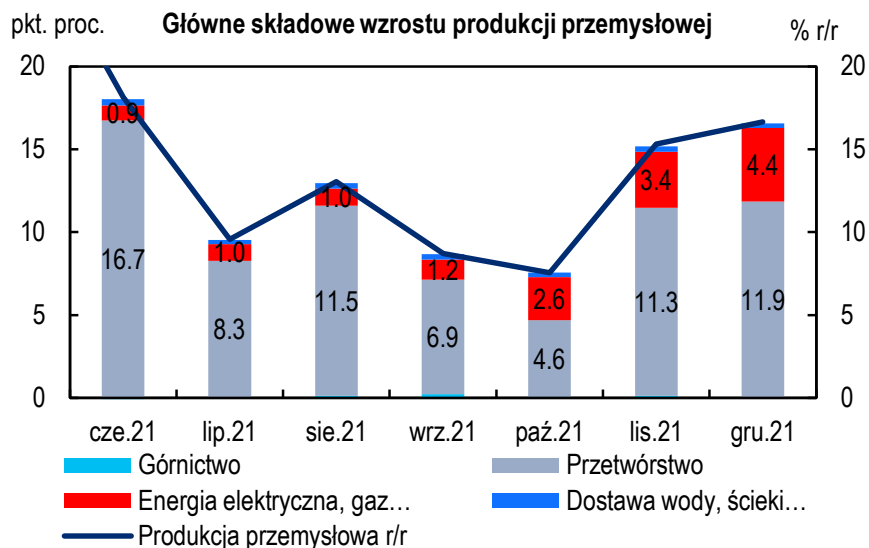
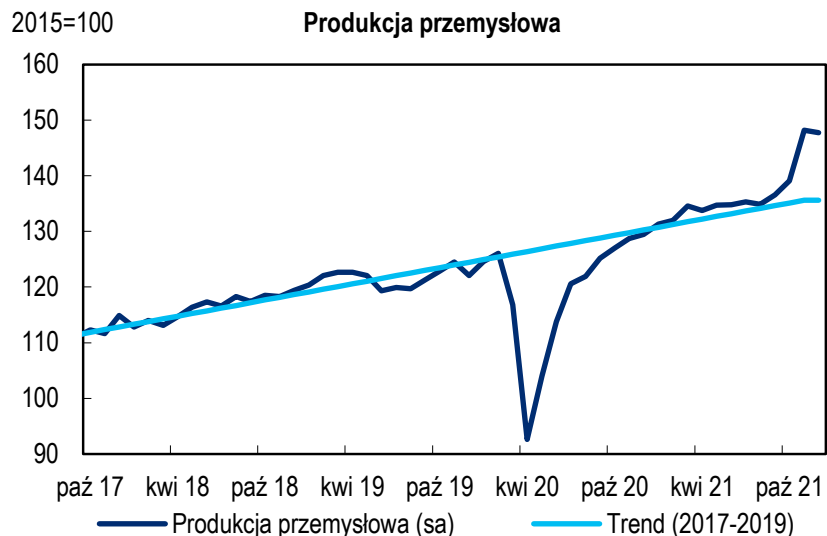
Hospitalizacje i zgony (7DMA)



Piąta fala

- Dzienna liczba zakażeń osiągnęła rekordowo wysoki poziom (ok. 40 tys.) w związku z rozprzestrzenianiem się wariantu omikron. Udział tego wysoce zakaźnego wariantu w łącznej liczbie potwierdzonych przypadków wzrósł w ciągu miesiąca do ponad 30% z ok. 3%, a w wielu krajach, w tym większości krajów europejskich, USA i Chinach, stał się wariantem dominującym.
- Liczba hospitalizacji spadła po poprzedniej fali i jest dosyć niska (13 tys.), ale prawdopodobnie istotnie wzrośnie. Według prognoz MOCOS w szczycie obecnej fali w połowie lutego hospitalizacje mogą osiągnąć ok. 30 tys., a wg ICM UW 30-85 tys.
- Według rządu zasoby służby zdrowia pozwalają na hospitalizację 30-60 tys. pacjentów, co przy mniejszej dolegliwości omikronu i krótszym terminie hospitalizacji ogranicza ryzyko znacznych antypandemicznych restrykcji.
- Większa zakaźność i mniejsza dolegliwość omikronu daje potencjalnie szansę na szybsze osiągnięcie zbiorowej odporności.
- Głównym ryzykiem dla aktywności wydaje się szybko rosnąca liczba osób na kwarantannie (rekordowe 946 tys. na dzień 25.01, +550-650 tys. tyg./tyg.), ale skrócenie kwarantanny może łagodzić ten problem. Ryzykiem dla globalnej aktywności może być ograniczenie podaży z Azji wobec restrykcyjnej polityki Chin.

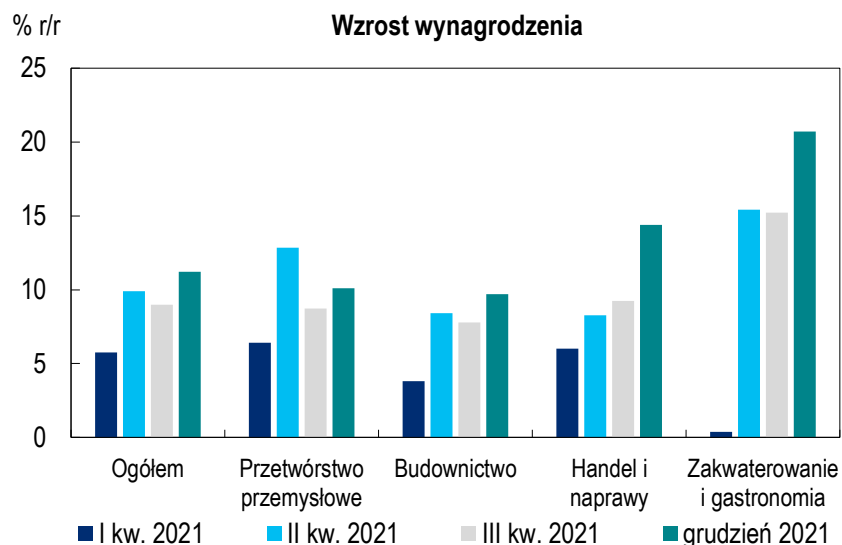
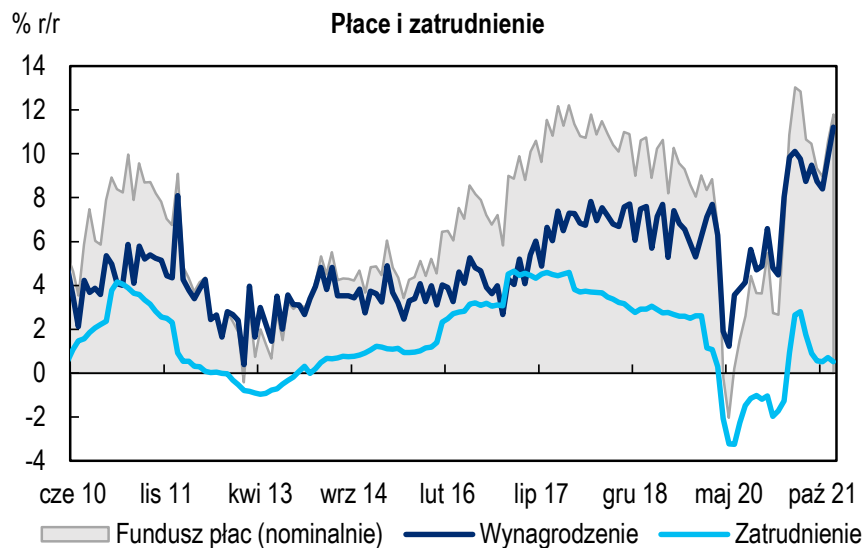
Wzrost na fali



Produkcja rośnie jakby nigdy nie

- Końcówka 2021 roku przebiła pod względem aktywności gospodarczej wszelkie oczekiwania. Największą niespodzianką okazała się produkcja przemysłowa, która w całym czwartym kwartale wzrosła średnio o 13,2%, w każdym miesiącu wyraźnie przekraczając prognozy rynkowe.
- Wysoka dynamika w przemyśle to w dużym stopniu zasługa szybko rosnącej produkcji w dziale wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę. Rosnące ceny gazu oraz mniejsza produkcja energii ze źródeł odnawialnych (mniej wietrzna pogoda w Europie) zwiększyły zapotrzebowanie na energię elektryczną produkowaną z węgla. Skorzystali na tym polscy producenci, którzy zwiększyli także eksport.
- Według naszych szacunków produkcja energii dodała do dynamiki produkcji przemysłowej średnio 3,5 punktu proc. w ostatnich trzech miesiącach roku (vs. 0.2 pp średnio od 2012 r.). Nie był to jednak jedyny motor pozytywnych niespodzianek.
- Odnotowano widoczną poprawę dynamiki w niektórych działach przetwórczych, w tym w produkcji samochodów. Ponieważ podobne trendy były notowane również w Czechach, można przypuszczać, że wzrost produkcji pojazdów świadczy o złagodzeniu dotychczasowych zaburzeń w łańcuchach dostaw.

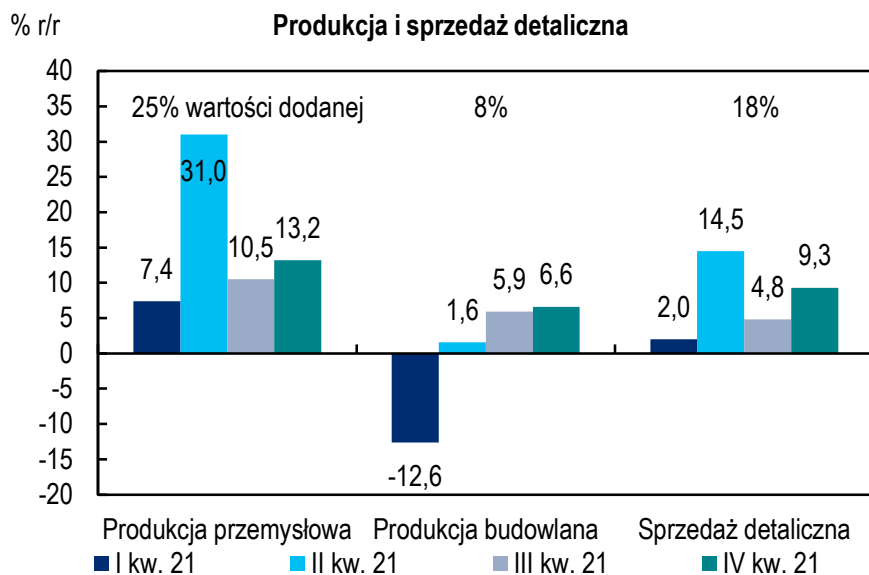
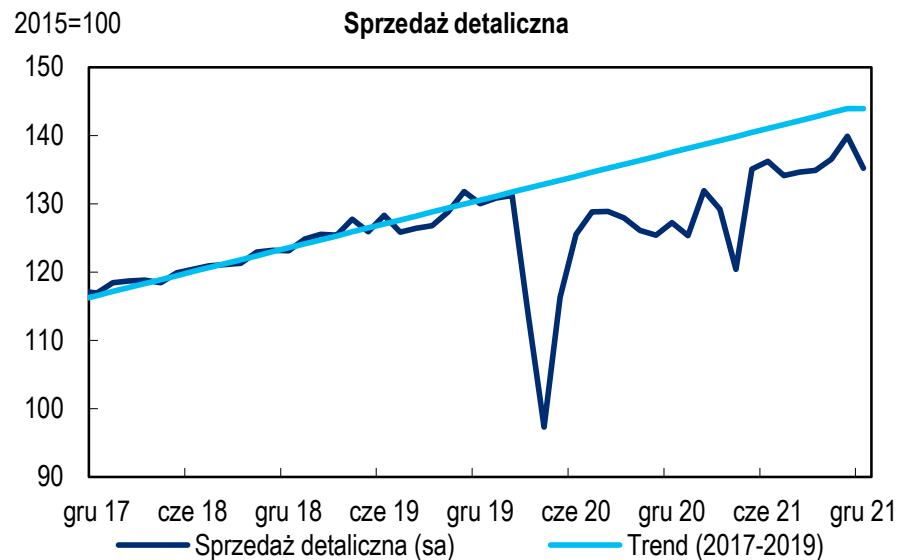
Rozgrzany rynek pracy



Presja płacowa nie słabnie

- W grudniu ub.r. przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 11,2% w porównaniu z analogicznym miesiącem 2020 r. Wynik okazał się wyższy od i tak wyśrubowanych prognoz rynkowych.
- Spoglądając na rozbięcie danych, dwucyfrowe wzrosty widać w 2/3 działów, co sugeruje, że presja płacowa się rozszerza i nie jest ograniczona do niewielkiej części gospodarki.
- Grudniowe płace mogły zostać częściowo podbite przez przesunięcia wypłat wynagrodzeń ze stycznia na grudzień w związku z wprowadzeniem Polskiego Ładu. Przypuszczamy jednak, że zjawisko to miało raczej niewielki wpływ na cały agregat wynagrodzeń i nie tłumaczy w pełni niespodziewanie silnej dynamiki. Weryfikacja tej hipotezy będzie możliwa dopiero za miesiąc, po publikacji danych styczniowych.
- Silne wzrosty wynagrodzeń odzwierciedlają zarówno wysokie tempo wzrostu gospodarczego, jak i bardzo wysoką inflację.
- Dotychczas zakładaliśmy, że szok cenowy doprowadzi do wyraźnego obniżenia dynamiki realnych płac a przez to uda się uniknąć nasilenia się spirali cenowo-płacowej. Ostatnie dane mogą jednak podważać te założenia, gdyż pokazują, że wynagrodzenia przyspieszają w skali umożliwiającej zrekompensowanie wzrostu cen.

Wyjątkowo wyśrubowany IV kw.



Konsumpcja dynamicznie rośnie

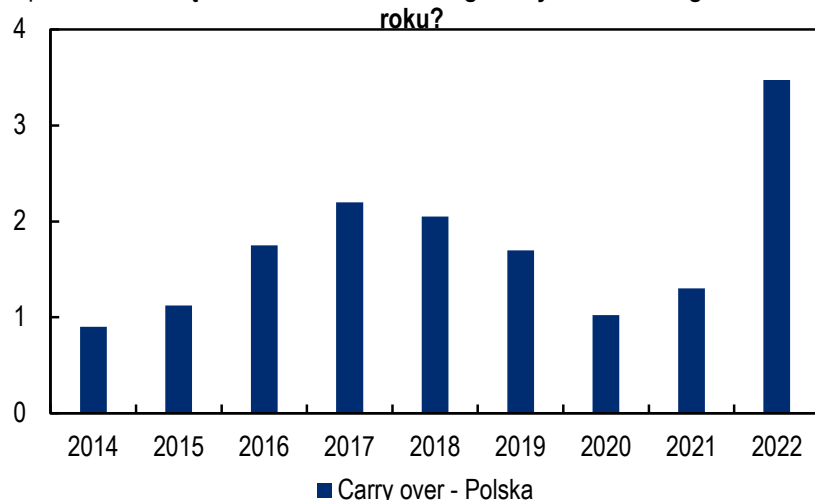
- Sprzedaż detaliczna wzrosła w grudniu o 8% r/r. Wynik był gorszy od oczekiwań, między innymi za sprawą niższej dynamiki sprzedaży samochodów.
- Niemniej ponieważ sprzedaż października i listopada pozytywnie zaskoczyła, cały kwartał można uznać za wyjątkowo udany pod względem konsumpcji.

Wzrost na dwucyfrowych poziomach

- Mieszanka bardzo wysokiej dynamiki produkcji, wynagrodzeń oraz sprzedaży detalicznej sugeruje, że wzrost gospodarczy w IV kwartale był silniejszy niż wcześniej zakładano. Jeżeli tylko grudzień nie przyniósł nadmiernego wystrzału importu, realny wzrost PKB w ostatnim kwartale prawdopodobnie wyniósł około 2,5% kw/kw.
- W ujęciu rocznym realny wzrost PKB w IV kwartale mógł sięgnąć niemal 8%, a wzrost annualizowany był dwucyfrowy.
- W sumie dane sugerują, że w całym minionym roku gospodarka mogła rosnąć nawet szybciej niż zakłada nasza prognoza 5,7% (która i tak jest wyższa od prognoz rynkowych).

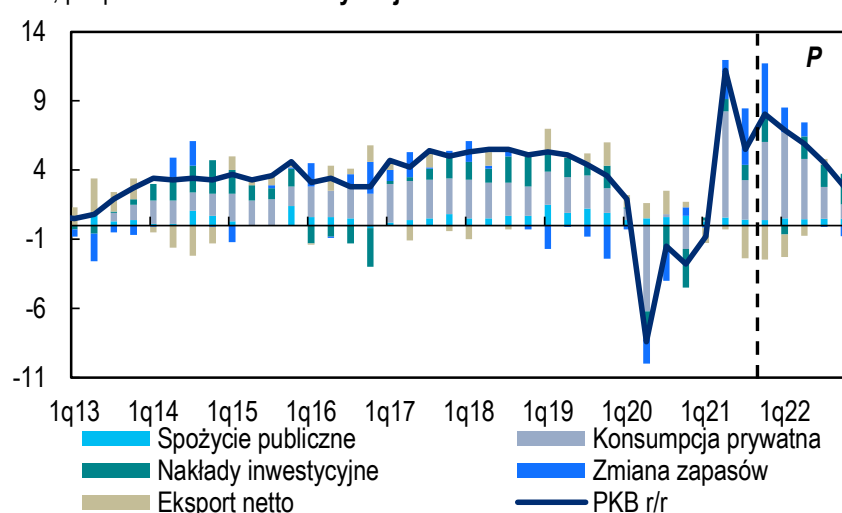
Wzrost w 2022 wciąż wysoki

pkt. proc. Jaka część wzrostu PKB to zasługa danych z minionego roku?



% r/r, pkt. proc.

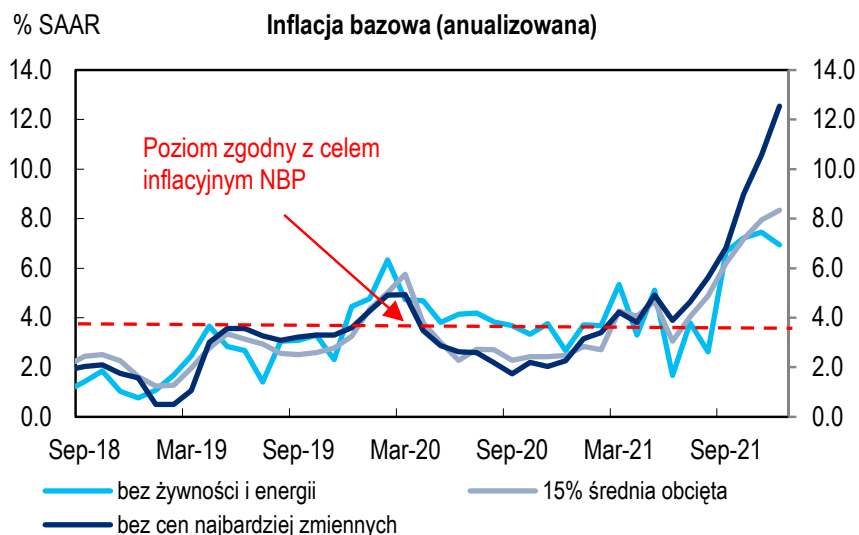
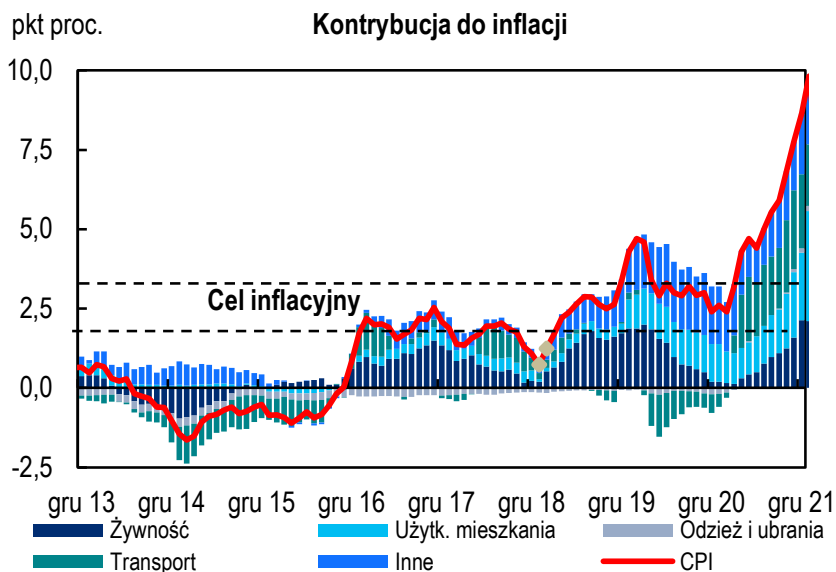
Kontrybucja do wzrostu PKB



Spowolnienie ale z wysokiego poziomu

- Naszym zdaniem aktywność gospodarcza w bieżącym roku wyraźnie osłabnie na skutek szoku energetycznego, silniejszego złotego i rosnących stóp procentowych. Historycznie 1 pp szokowego wzrostu inflacji zmniejszał dynamikę konsumpcji o około 0,3 pp. Co prawda tym razem wprowadzone tarcze antyinflacyjne chronią dochody gospodarstw domowych przed szokiem cenowym, jednak nie w pełni. Dlatego w 2022 r. spodziewamy się osłabienia konsumpcji.
- Mimo spodziewanego osłabienia aktywności gospodarczej, wzrost PKB w całym 2022 r. pozostanie wysoki dzięki efektowi przeniesienia (*carry over*). Będzie to skutek bardzo silnej dynamiki PKB pod koniec 2021 r., która w znacznym stopniu „ustawi” wynik za 2022 r. Dla przykładu nawet gdyby przyjąć, że przez cały bieżący rok PKB się nie zmieni w porównaniu do IV w. 2021 (cztery kwartały stagnacji), wzrost w całym 2022 r. wyniósłby dzięki efektowi przeniesienia ok. 3,5-4,0%.
- Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że w całym bieżącym roku wzrost PKB przekroczy 4%. Nasza dotychczasowa prognoza zakładała wynik na poziomie 4,2%, jednak w świetle ostatnich danych wydaje się ona nie do utrzymania. Ryzyko widzimy po stronie znacznie lepszego wyniku, nawet w okolicach 5%. Z ewentualnymi rewizjami czekamy jednak na oficjalne dane o PKB w 2021.

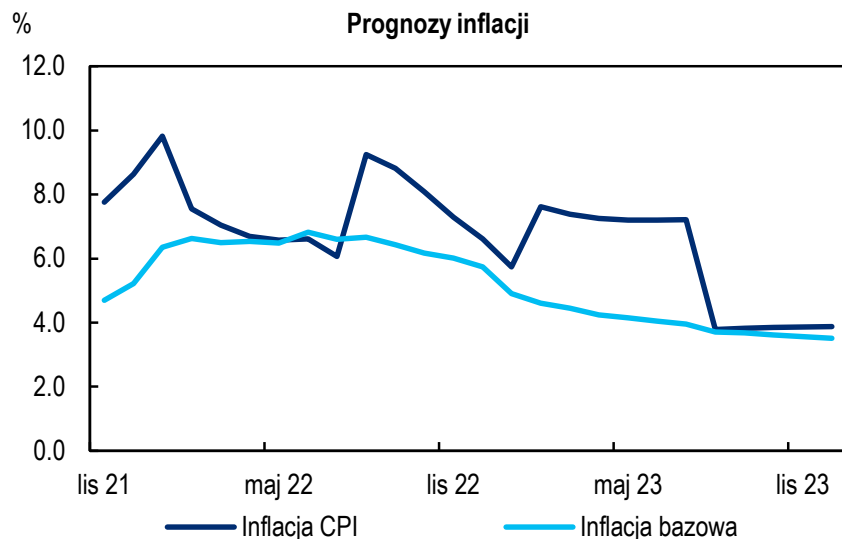
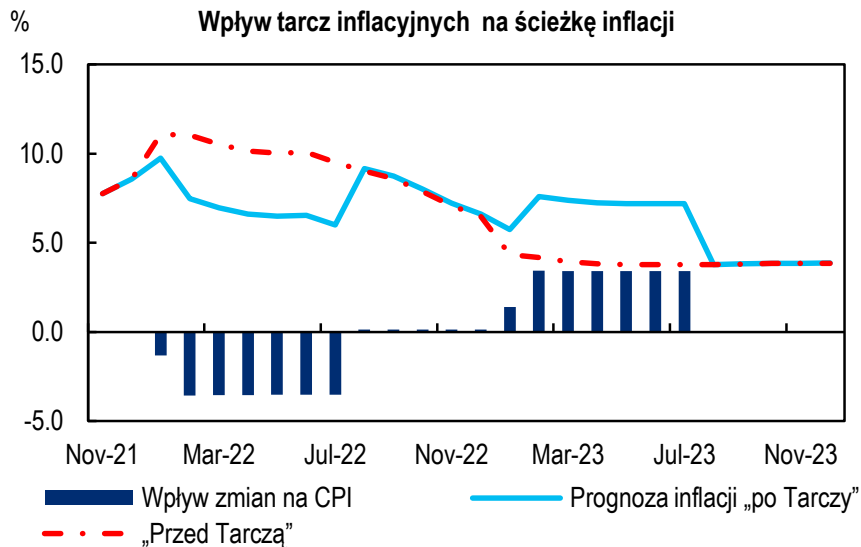
Problemy inflacyjne narastają



Inflacja przekroczyła 8%

- Od miesięcy inflacja silnie zaskakuje w górę i grudzień nie był pod tym względem wyjątkiem. Ceny wzrosły w minionym miesiącu o 8,6% r/r, przy dynamicznym wzroście zarówno cen towarów, jaki usług.
- Wbrew powszechnej opinii inflacja nie jest tylko efektem rosnących cen energii, paliw i żywności. Wskaźnik inflacji wykluczający te kategorie wzrósł w grudniu o 5,3% r/r, znacznie odbiegając od celu RPP (2,5%).
- Rzeczywiste trendy cenowe lepiej pokazuje annualizowana inflacja bazowa (wykres obok). Jej poziomy sugerują, że bez działań ze strony RPP inflacja może na dłużej wymknąć się spod kontroli.
- Pod koniec roku URE ogłosił nowe taryfy zakładające bardzo istotne podwyżki cen gazu i energii elektrycznej. W odpowiedzi rząd wprowadził obniżki cen akcyzy i VAT na energię, gaz, ciepło i żywność. Zmiany te mają obowiązywać do końca lipca i odejmą od inflacji w okresie luty-lipiec w sumie około 3,5 pp.
- Jeżeli obniżki podatków wygasną zgodnie z planem, inflacja znacznie wzrośnie w sierpniu 2022 r., a następnie w styczniu 2023 (wykres na stronie 9). Przypuszczamy jednak, że rząd może zdecydować się na wydłużenie okresu obowiązywania tarcz do kolejnych wyborów (na razie planowanych na jesień 2023 roku).

Dwucyfrowa inflacja w styczniu?

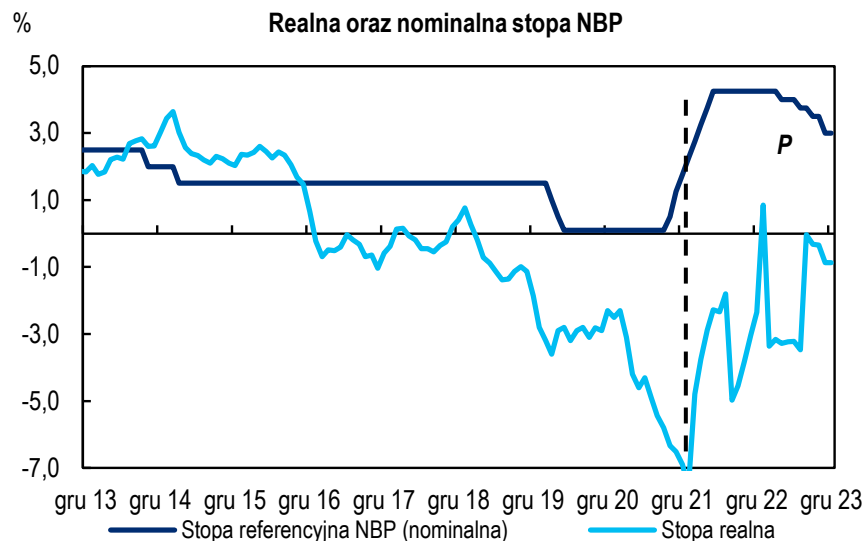
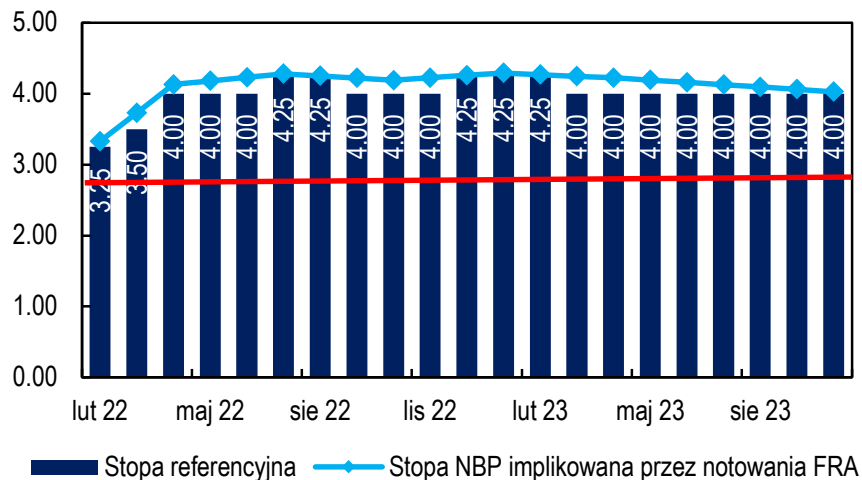


Do celu 2,5% droga jest daleka

- Najbliższe miesiące mogą być z punktu widzenia inflacji bardzo interesujące. Presja cenowa jest znacznie silniejsza niż dotychczas, a konsumenci zaakceptowali już fakt, że ceny rosną w szybkim tempie. Powszechne przyzwolenie na podwyżki cen zwiększa ryzyko, że inflacja bazowa może jeszcze wyraźnie rosnąć.
- W naszej podstawowej prognozie zakładamy, że styczniowa inflacja może nawet osiągnąć dwucyfrowe poziomy, a w całym roku wyniesie ona średnio około 7,5%. Z kolei w 2023 roku może ona sięgnąć 5-6%, wciąż pozostając na niebezpiecznie wysokim poziomie.
- Niemniej po doświadczeniach ostatnich miesięcy nasuwa się jeden wniosek - nie należy przywiązywać się nadmiernie do obecnych prognoz inflacyjnych, ponieważ działanie tarcz może zostać wydłużone lub rozszerzone. To co jest jednak kluczowe, to fakt, że presja cenowa jest na tyle silna, że dotychczasowe działania nie są w stanie jej w pełni ograniczyć.
- Nawet jeżeli CPI zostanie obniżony przez tymczasowe zmiany podatkowe, główna przyczyna inflacji (czyli zbyt szybki wzrost popytu) nie zostanie wyeliminowana. Do tego potrzeba będzie zacieśnienia polityki monetarnej lub fiskalnej.

Stopy procentowe w górę

Implikowana ścieżka stopy referencyjnej NBP

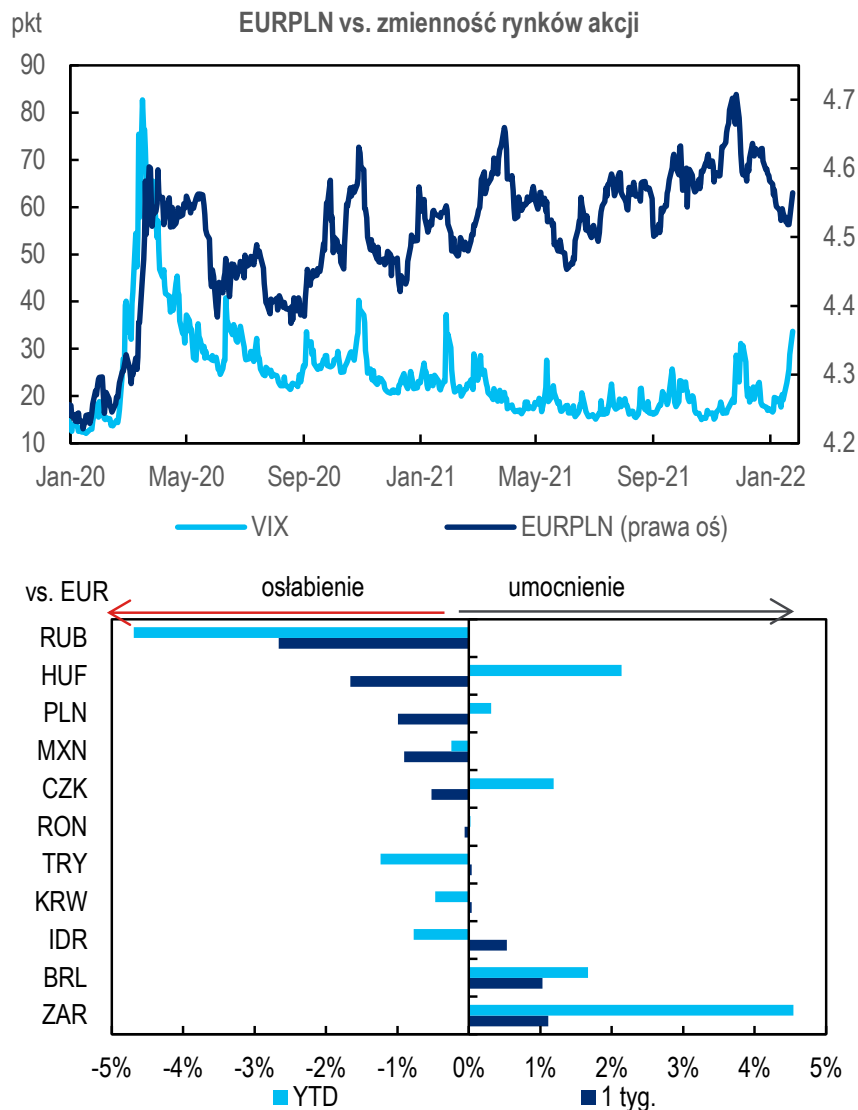


Źródło: Reuters, GUS, NBP, Citi Handlowy. *wykres przedstawia oczekiwania rynkowe na podstawie stawek FRA

Najpierw więcej podwyżek, potem obniżki

- W styczniu RPP podniosła stopę referencyjną do 2,25%, a prezes NBP zasugerował, że stopy mogłyby docelowo wzrosnąć do 3% (a w scenariuszu silnego wzrostu PKB nawet do 4%).
- Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach cykl podwyżek będzie kontynuowany, a docelowy poziom zapewne przekroczy 4%. Już w drugiej połowie stycznia, po publikacji danych o produkcji i wynagrodzeniach, prezes Glapiński w komentarzu dla agencji Bloomberg zasugerował, że stopy mogą wzrosnąć więcej niż oczekuje rynek. Średnia z oczekiwań ekonomistów wskazywała wówczas na docelowy poziom w pobliżu 3,5%, a rynek FRA wycenił go na 3,75%.
- Naszym zdaniem tempo i skala podwyżek będą uzależnione od napływających danych. Biorąc pod uwagę wysoki poziom inflacji w kraju oraz jej przełożenie na oczekiwania inflacyjne, spodziewamy się, że stopa referencyjna może sięgnąć 4,25% w trakcie bieżącego roku.
- Z czasem działania te powinny osłabić dynamikę PKB i presję cenową, co otworzyłoby drogę do stopniowych obniżek stóp procentowych w 2023 r.

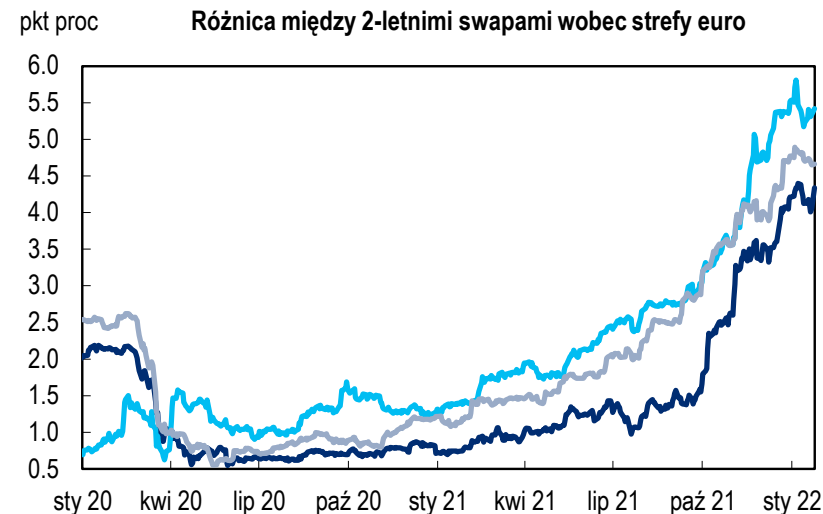
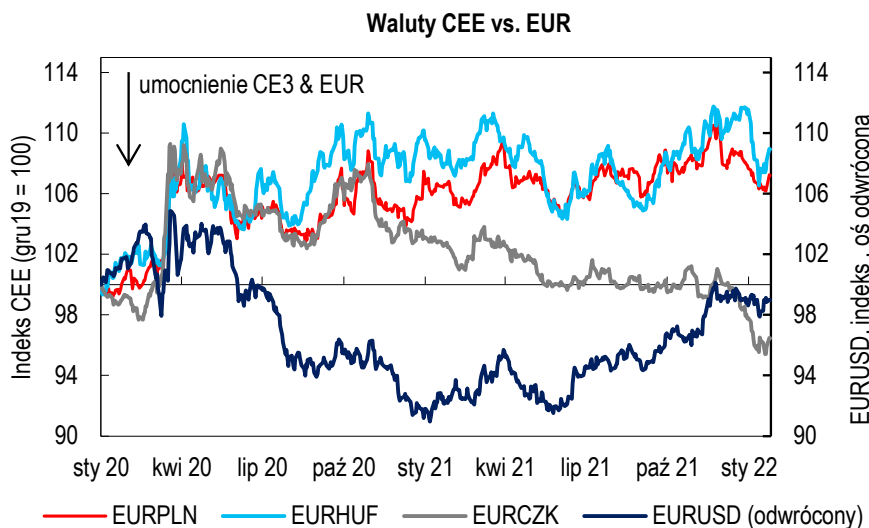
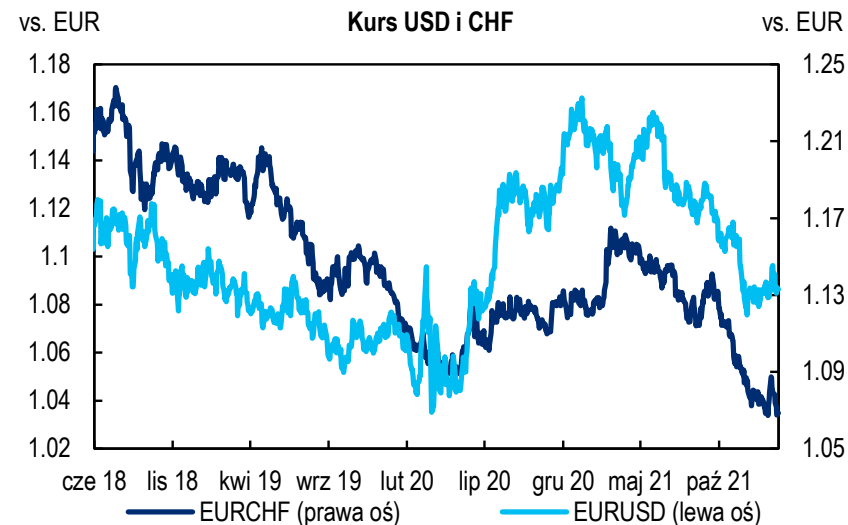
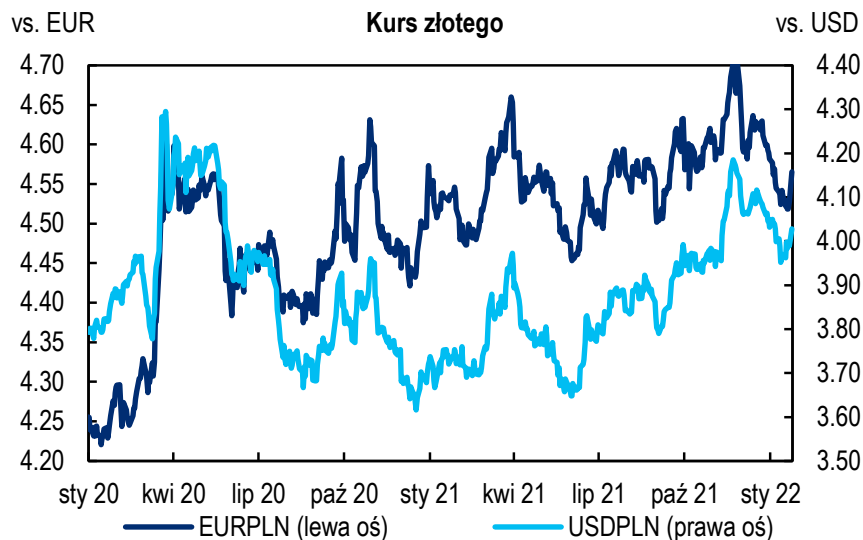
Rynek walutowy



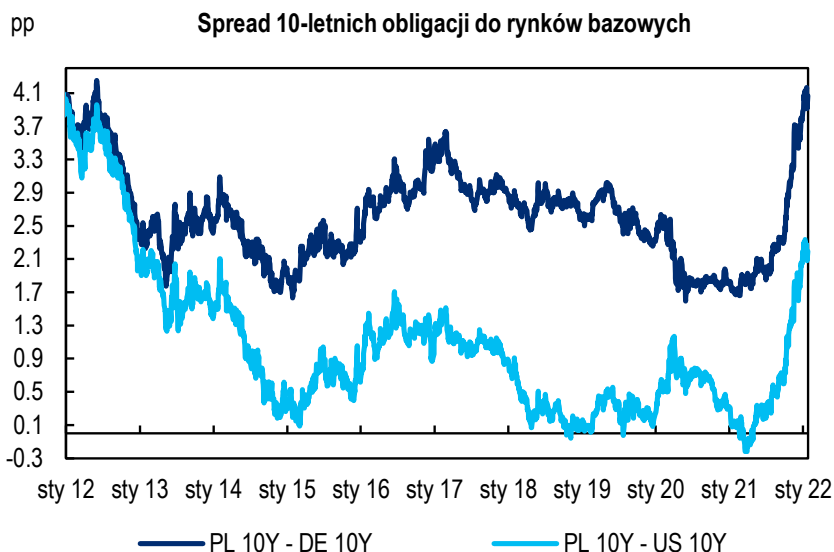
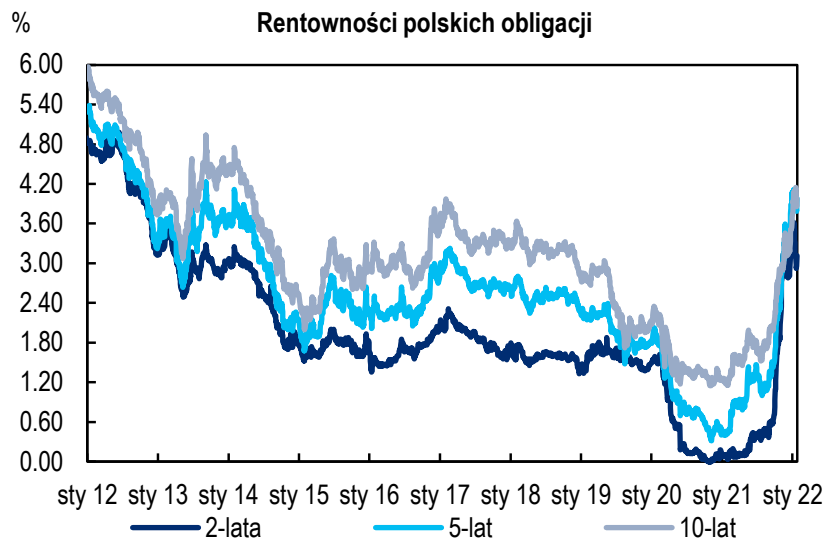
Rynek walutowy pod wpływem stóp i geopolityki

- Po sporym umocnieniu w ostatnich dwóch miesiącach złoty doświadczył sporej korekty w związku ze wzrostem awersji do ryzyka na świecie. Głównym czynnikiem zapalnym spadku apetytu na ryzyko były obawy o konflikt zbrojny w Europie, tj. agresję Rosji wobec Ukrainy, co mogłoby prowadzić też do sankcji ekonomicznych, potencjalnych niedoborów surowców energetycznych w Europie i wyższej inflacji. Premia za ryzyko geopolityczne może pozostać podwyższona jeszcze przez jakiś czas, co będzie negatywnie oddziaływać na złotego.
- W perspektywie kilku miesięcy przy założeniu uspokojenia sytuacji geopolitycznej i spadku zmienności złoty może się umocnić. Oczekujemy dalszych podwyżek stóp procentowych i rozszerzenia spreadu wobec strefy euro. Ponadto zakładamy, że NBP będzie preferować mocniejszego złotego wobec wysokiej inflacji. Wsparciem dla krajowej waluty mogłaby być także spodziewana niewielka poprawa na rachunku obrotów bieżących w tym roku w związku z wyhamowaniem popytu krajowego i oczekiwanym spadkiem cen surowców w II poł. r.
- Wpływ na złotego mogą mieć także napięcia z UE. Potencjalne złagodzenie napięć w dalszej części roku i napływ środków w ramach Funduszu Odbudowy w II połowie 2022 r. byłoby pozytywne dla złotego. Oczekiwana stabilizacja kursu EURUSD zwiększy znaczenie lokalnych czynników

Rynek walutowy



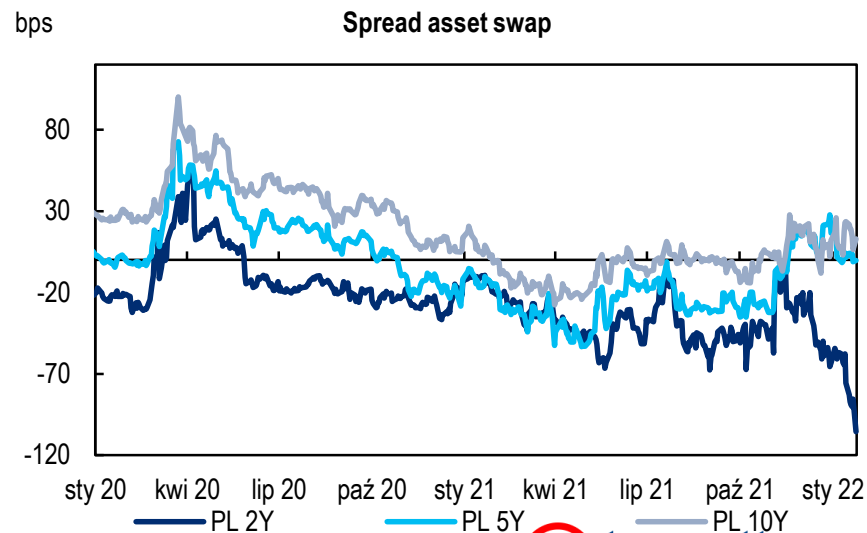
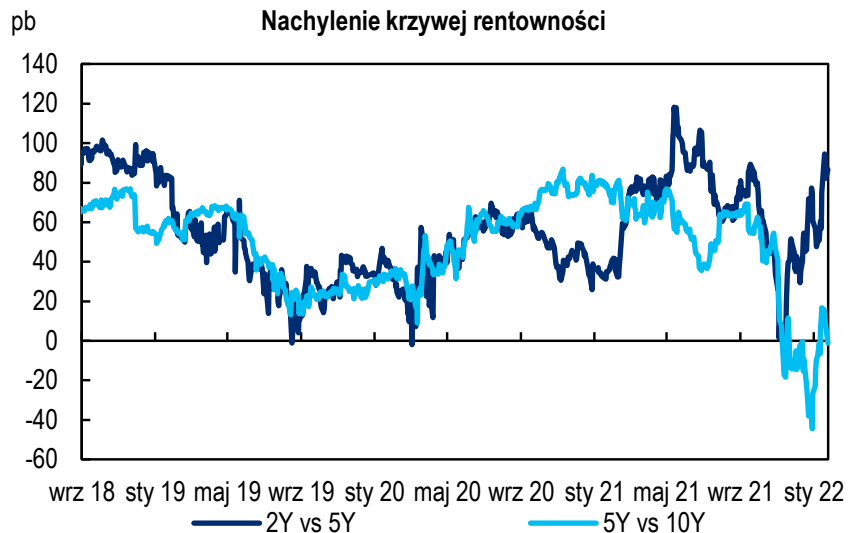
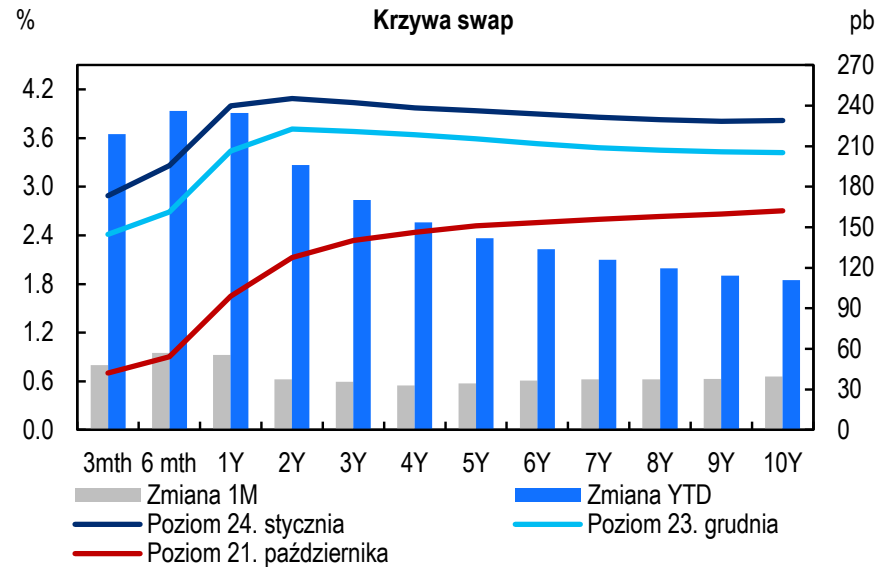
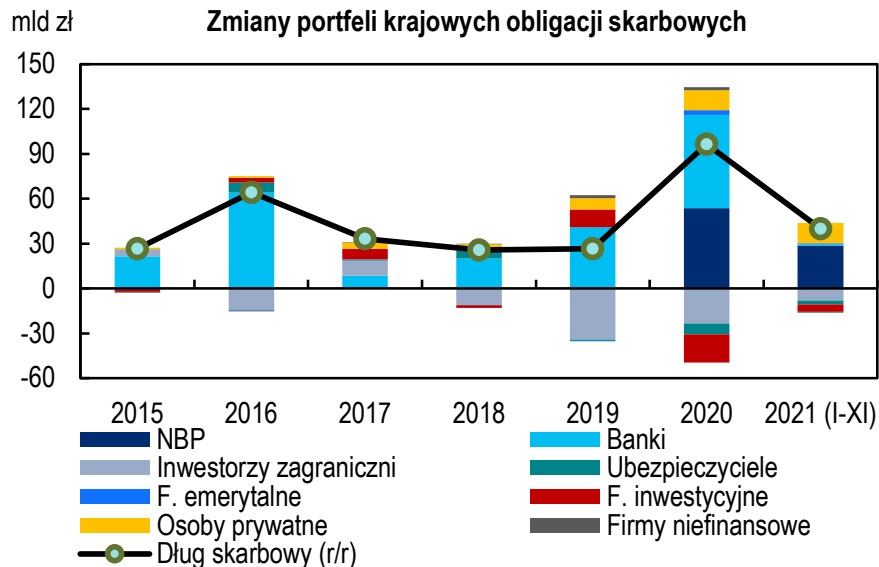
Rynek stopy procentowej



Wyższe stopy i wystromienie krzywych

- Od publikacji poprzedniego raportu w połowie grudnia doszło do dalszego znacznego wzrostu rynkowych stóp procentowych o 30-100pb dla tenorów 3M-10 lat. Stopy FRA wzrosły o ok. 100 pb, a krzywa IRS o 50-70 pb w związku z oczekiwaniami na kontynuację zacieśniania polityki pieniężnej w obliczu kolejnych niespodzianek inflacyjnych oraz stopniowej zmiany retoryki RPP na bardziej jastrzębią.
- Wzrost rentowności obligacji na krótkim końcu krzywej dochodowości był mniejszy (ok. 30 pb) ze względu na znaczny spadek spreadów kredytowych asset swap do najniższych poziomów w historii. Możliwe, że zakupy podmiotów krajowych były skupione na początku roku i w kolejnych miesiącach spready kredytowe powinny wzrosnąć.
- Spready obligacji wobec rynków bazowych wzrosły do najwyższych poziomów od lat. Sądzymy, że rentowności polskich 10-letnich obligacji mogą być już blisko szczytów, a jednocześnie spodziewamy się sporego wzrostu rentowności amerykańskich Treasuries do końca roku o ok. 30 pb, co mogłoby doprowadzić do zawężenia spreadów.
- Trudno powiedzieć czy wysoki spread wystarczy aby odwrócić trend wycofywania się inwestorów zagranicznych z krajowego rynku długu. Mimo sfinansowania ponad 48% potrzeb pożyczkowych popyt na dług może być słabszy w tym roku wobec braku NBP na rynku i mniejszego zainteresowania długiem ze strony banków.

Rynek stopy procentowej



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2020					2021							
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	11,1	0,7	2,5	18,6	44,2	29,7	18,1	9,5	13,0	8,7	7,6	15,2	16,7
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-4,5	-5,4	4,0	18,2	-9,4	-0,9	3,8	-4,2	-2,7	10,9	2,1	5,3	-2,3
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	12,7	0,5	2,5	20,6	50,2	32,2	19,2	9,4	13,1	7,8	5,3	13,0	3,2
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	3,4	-10,1	-16,9	-10,8	-4,2	4,7	4,5	3,2	10,2	4,2	4,1	12,7	3,1
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-0,8	-6,0	-3,1	15,2	21,1	13,9	8,6	3,9	5,4	5,1	6,9	12,1	8,0
Stopa bezrobocia (%)	6,3	6,5	6,6	6,4	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,4	5,4
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-1,0	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5	0,7	0,5
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6
Inflacja (% m/m)	0,1	1,3	0,5	1,0	0,8	0,3	0,1	0,4	0,3	0,7	1,1	1,0	0,9
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	0,1	1,0	2,2	4,2	5,5	6,6	7,2	8,4	9,6	10,3	12,0	13,6	14,2
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,3	1,0	1,0	1,6	0,7	0,9	0,9	1,5	0,7	0,9	2,0	1,4	0,8
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	6,6	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4	9,8	11,2
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	751	2.034	652	71	1.582	-38	-494	-1.362	-1.530	-651	-856	-1.112	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	2,9	2,8	2,7	2,7	2,8	2,6	1,8	1,5	1,1	0,7	0,2	-0,2	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	587	1286	736	694	1463	221	515	-837	-1272	-77	-218	-632	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	20196	20089	21428	24703	23174	22739	23791	22258	21540	24645	25700	26915	-
Eksport (% r/r)	17,0	1,0	5,6	27,7	66,6	41,4	23,4	12,0	18,1	12,7	9,7	14,2	-
Import f.o.b. (mln EUR)	19609	18803	20692	24009	21711	22518	23276	23095	22812	24722	25918	27547	-
Import (% r/r)	14,6	-3,7	6,0	23,6	55,6	52,7	36,6	20,8	30,7	21,8	20,9	29,0	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2020	2021											
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	16,4	16,8	16,3	14,4	11,2	9,0	7,4	8,8	9,1	8,6	8,6	10,1	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10,9	10,8	10,8	10,1	9,4	6,9	6,4	6,7	7,0	6,9	6,8	8,0	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	19,0	20,1	21,2	20,4	15,2	10,6	4,8	7,6	7,9	6,9	7,8	11,1	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2,9	2,1	1,4	1,1	1,4	2,4	2,9	4,0	4,2	4,3	4,4	5,5	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-4,9	-5,0	-5,2	-8,4	-7,5	-5,2	-4,7	-1,9	-1,5	-0,2	0,9	1,5	-
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	0,50	1,25	1,75
WIBOR 3M (średnio)	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,22	0,23	0,49	1,40	2,30
WIBOR 3M (koniec okresu)	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,23	0,23	0,74	2,06	2,54
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	0,05	0,01	-0,01	0,04	-0,01	0,09	0,08	0,02	0,01	0,16	1,54	2,10	3,47
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	0,10	0,06	0,16	0,09	0,11	0,31	0,39	0,45	0,49	0,82	2,07	2,84	3,35
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	0,47	0,46	0,88	0,84	0,95	1,28	1,28	1,08	1,20	1,57	2,41	3,20	3,99
EUR/PLN (koniec okresu)	4,61	4,54	4,52	4,66	4,57	4,48	4,52	4,57	4,54	4,63	4,62	4,68	4,60
USD/PLN (koniec okresu)	3,76	3,75	3,72	3,97	3,77	3,67	3,80	3,84	3,84	3,99	3,97	4,12	4,06
EUR/USD (koniec okresu)	1,23	1,21	1,21	1,17	1,21	1,22	1,19	1,19	1,18	1,16	1,16	1,14	1,13
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	85,0	-6,6	-0,9	3,4	-9,2	-9,4	-28,0	-35,3	-43,4	-47,6	-51,9	-50,4	-
Def. budżetowy skum. (% planu)*	77,7%	-6,1%	-0,8%	3,1%	-8,4%	-8,6%	-25,6%	-32,3%	-39,7%	-43,5%	-47,5%	-46,1%	-

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	598	673	730
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.596	2.899
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.644	19.172
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	5,4	5,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,7	4,2
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	6,0	5,5
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	5,8	4,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,8	5,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	11,6	6,9
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	16,9	9,4
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	6,6
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	7,5
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,4	8,3
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	3,6	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	4,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	4,37
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	3,60
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	3,96
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	3,98
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,47
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,51

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	2,8	17,4	-2,6	-1,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,4	-0,2
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	1,5	3,1
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	332,9	341,8
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	331,4	338,7
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	29,1	29,8
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-29,7	-30,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-3,8	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-2,6	-2,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	43,7	40,8

Prognozy długoterminowe

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2,5	5,7	4,2	3,6	3,8	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	3,4	5,1	7,5	5,7	2,6	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2,9	-0,4	-0,2	0,2	0,3	0,3
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0,10	1,75	4,25	3,00	2,50	2,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	4,06	3,96	3,92	3,77	3,52
USD/PLN (Średnia)	3,90	3,86	3,98	3,94	3,84	3,61
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,61	4,60	4,47	4,39	4,37	4,36
EUR/PLN (Średnia)	4,44	4,57	4,51	4,43	4,38	4,36



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.