

## CitiWeekly

### Druga fala COVID, rosnące restrykcje i słabszy złoty

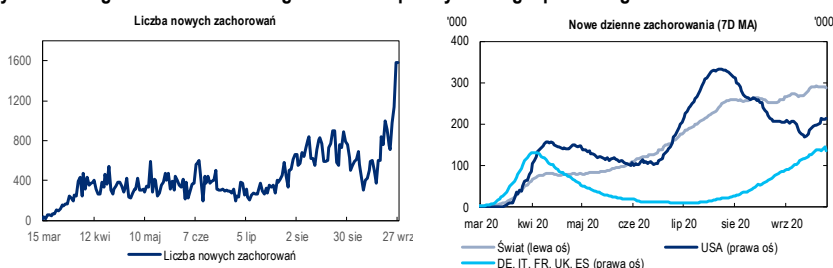
- Twarde i miękkie dane z ostatnich miesięcy sugerują mocne odreagowanie gospodarki w III kw. Wrzesień przyniósł dalsze wzrosty indeksów koniunktury zarówno dla przemysłu, handlu jak i większości sektorów usługowych. Jednocześnie po mocnym odbiciu w poprzednich miesiącach doszło do stabilizacji nastrojów konsumentów.
- Druga fala COVID stanowi ryzyko dla ożywienia gospodarki polskiej i światowej w dalszej części roku. Liczba dziennych zachorowań na świecie utrzymuje się blisko rekordowo wysokich poziomów, a druga fala pandemii w Europie przybrała na sile z wyższą liczbą zachorowań niż kilka miesięcy temu. To prowadzi do stopniowego przywracania części restrykcji w krajach europejskich. Znaczny wzrost zachorowań nastąpił także w krajach regionu w Czechach i na Węgrzech. Choć system opieki zdrowotnej nie jest przeciążony (ok. 2,2 tys. hospitalizacji, tj. ok. 30% dostępnych łóżek i ok. 120 użytkowanych respiratorów) to dynamika rozwoju epidemii jest niepokojąca. Choć od początku pandemii sytuacja epidemiczna w Polsce była znacznie lepsza niż w innych krajach europejskich to obecnie ulega pogorszeniu i zakładając opóźnienie wobec regionu ta tendencja będzie kontynuowana. Połączenie niższych temperatur i powrót dzieci do szkół może pogorszyć obecną sytuację i podwyższyć współczynnik reprodukcji wirusa, który jest na dosyć wysokim poziomie 1,5.
- Umocnienie dolara wobec euro, rozwój pandemii, brak pakietu fiskalnego w USA, wzrost niepewności politycznej w kraju i łagodne nastawienie RPP przyczyniły się do osłabienia złotego. Krajowa waluta była jedną z najsłabszych wobec euro w ubiegłym tygodniu i miesiącu. Choć nadwyżka w obrotach bieżących pomaga ograniczać zmienność złotego to w okresach awersji do ryzyka niekorzystnie na złotego wpływa najbardziej gołębie w regionie nastawienie banku centralnego, najniższy poziom stóp procentowych (wobec podwyżki stóp przez węgierski bank centralny i preferencji ograniczania osłabiania forinta) oraz sygnalizacja w komunikacie RPP, że niewielka skala osłabienia złotego ogranicza tempo ożywienia gospodarczego. Wobec możliwości dalszej podwyżki stóp na Węgrzech złoty może zachowywać się słabiej niż inne waluty regionu. W kolejnych miesiącach spodziewamy się powrotu umocnienia euro do dolara i stopniowego umocnienia złotego. Sprzyjać temu będzie uchwalenie pakietu fiskalnego i uspokojenie nastrojów po wyborach w USA, ewentualne wynalezienie szczepionki, kontynuacja napływu środków unijnych i ożywienie gospodarcze w 2021 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 20	4,44	3,73	4,83	1,19	0,10	-0,50	-0,40	1,25
IV KW 21	4,33	3,52	4,81	1,23	0,10	-0,50	-0,20	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 10.09. pozostałe prognozy z 23.09.2020 r.

Wykres 1. Druga fala COVID może ograniczać tempo ożywienia gospodarczego w IV kw.



Źródło: ourworldindata.org, Ministerstwo Zdrowia, Citi Handlowy

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

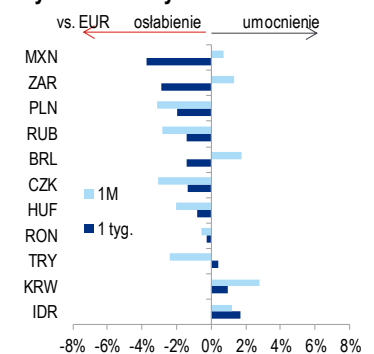
piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

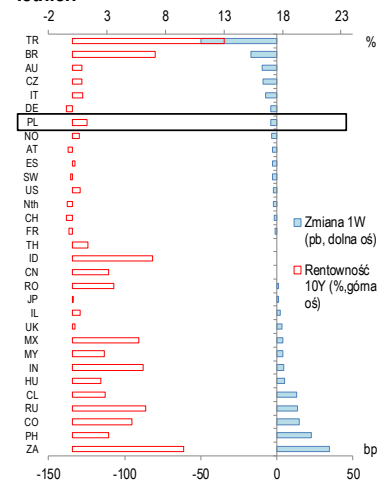
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 25.09.2020 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 25.09.2020 r.

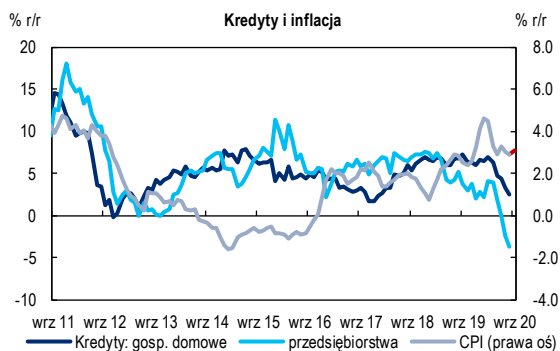
Źródło: Reuters.

#### Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

## Tydzień w wykresach

**Wykres 4. Oczekiwany wzrost PMI i inflacji, podaż pieniądza potwierdza spowolnienie akcji kredytowej**



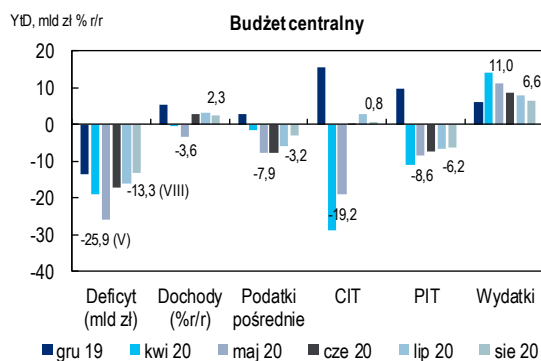
Oczekujemy wzrostu indeksu PMI dla przemysłu do 53 pkt z 50,6. Zakładamy analogiczny ruch jak w przypadku indeksów dla strefy euro i Niemiec, których wstępne odczyty zaskoczyły mocno w górę. Wzrosty indeksów PMI wynikały przede wszystkim z wybicia indeksów produkcji do najwyższego poziomu od lutego 2018 r. i wzrostu nowych zamówień.

Nasze prognozy wskazują na wzrost inflacji we wrześniu do 3,1% za sprawą efektu bazy w paliwach i żywności. Jednocześnie inflacja bazowa najprawdopodobniej spadła do 3,9% z 4,0%.

Dane o podaży pieniądza pokazały pogłębienie spadku kredytów dla przedsiębiorstw, co poza słabszą koniunkturą i restrykcyjnymi kryteriami przyznawania może wynikać z efektu płynnościowego tarcz antykryzysowych.

Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

**Wykres 5. Spadek deficytu budżetowego po sierpniu, NBP będzie kupował obligacje także w 2021 r.**



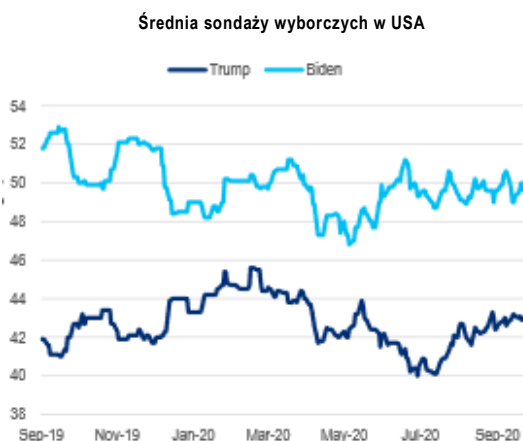
Deficyt budżetowy zanotował nadwyżkę w sierpniu na poziomie 3 mld zł, a w ujęciu skumulowanym od początku roku obniżył się do 13,3 mld zł. Dobry wynik dochodów to zasługa wyższej dynamiki przychodów w podatkach pośrednich i PIT przy osłabieniu w CIT. Poprawa w budżecie następuje analogicznie do odreagowania w handlu i na rynku pracy, ale część wydatków została przesunięta poza budżet do Funduszu COVID. Dane potwierdzają naszą tezę, że tegoroczny deficyt może być niższy (nawet o 30 mld zł) od tegorocznego planu (ok. 109 mld zł).

Mimo recesji i dużej stymulacji fiskalnej agencje ratingowe pozostają umiarkowane w swoich ocenach. Fitch nie zmienił ratingu Polski (A-) doceniając zróżnicowaną strukturę polskiej gospodarki, ale zasygnalizował, że trwałe pogorszenie ścieżki długu publicznego mogłoby działać negatywnie na rating.

Założenia polityki pieniężnej na 2021 r. przewidują, że NBP może kontynuować skup obligacji w przyszłym roku. Ponadto NBP nie wyklucza, że gdyby była taka konieczność mógłby także sprzedawać i emitować obligacje.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

**Wykres 6. Oczekiwana dalsza poprawa na rynku pracy w USA, opóźnienia pakietu fiskalnego, wybory w tle**



W najbliższym czasie coraz większy wpływ na nastroje rynkowe mogą mieć zbliżające się wybory prezydenckie w USA. W tym tygodniu odbędzie się pierwsza debata prezydencka między J. Bidenem i D. Trumpem.

Choć poprawa w tygodniowych danych z rynku pracy w USA wyhamowała i ostatnie dane były gorsze od prognoz to oczekujemy przyrostu zatrudnienia poza rolnictwem we wrześniu o ponad 1 mln osób.

Wypowiedzi J. Powella z ubiegłego tygodnia były nieco bardziej gołębie niż po posiedzeniu Fed. Jednocześnie wraz z Sekretarzem Skarbu S. Mnuchin, nawoływali aby Kongres przyjął kolejny pakiet fiskalny. Proces przyjęcia kolejnego programu fiskalnego wydłuża się i może zostać odroczony do okresu powybiorczego. W rezultacie wzrost PKB w IV kw. w USA może być słabszy, a łagodzenie fiskalne będzie wspierać wzrost w I kw. 2021 r.

Źródło: Citi Research, Bloomberg, Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

Godz, publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>29 wrz WTOREK</b>							
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	IX	92,5	89	87,7
15:00	USA	Ceny domów Case-Shiller	% r/r	VII	--	3,8	3,5
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	IX	92,4	89,5	84,8
	USA	Debata Biden-Trump					
<b>30 wrz ŚRODA</b>							
03:00	CN	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	51,2	51
03:45	CN	Finalny PMI dla przemysłu (Caixin)	pkt	IX	--	53,1	53,1
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	IX	-0,3	--	-0,2
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	IX	650	605	428
14:30	USA	Finalny PKB	% r/r	II kw.	--	-31,7	-31,7
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	IX	--	52	51,2
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	%	VIII	--	3	5,9
<b>1 paź CZWARTEK</b>							
<b>09:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI dla przemysłu</b>	<b>pkt</b>	<b>IX</b>	<b>53,0</b>	<b>--</b>	<b>50,6</b>
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	56,6	56,6
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	IX	53,7	53,7	51,7
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wstępny szacunek inflacji wg GUS</b>	<b>% r/r</b>	<b>IX</b>	<b>3,1</b>	<b>--</b>	<b>2,9</b>
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	830	850	870
14:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tys.	tyg.	11800	12250	12580
14:30	USA	Konsumpcja osobista	%	VIII	1,1	0,7	1,6
14:30	USA	Deflator PCE	%	VIII	0,4	0,3	0,3
14:30	USA	Dochód osobisty	%	VIII	-1,9	-2,1	0,4
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	IX	--	56,2	56
	<b>PL</b>	<b>Podaż obligacji MF na IV kw.; struktura inwestorów na rynku obligacji, harmonogram operacji NBP w październiku</b>					
<b>2 paź PIĄTEK</b>							
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	IX	8,2	8,2	8,4
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	IX	1200	900	1371
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	IX	--	78,9	78,9
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	%	VIII	--	1,4	6,4

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	587	590	569	648
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.265	2.249	2.418
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.270	15.348	14.854	16.908
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	9,0	8,4
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-3,1	4,6
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-7,5	4,9
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-1,5	5,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-3,0	6,0
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-8,9	4,2
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-10,5	5,2
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,7	2,1
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	2,0
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	3,0	3,6
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,6	7,4	4,9	3,5	7,4	7,0	6,5	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,26	0,26
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,50	1,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,54	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,73	3,52
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,59
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,44	4,33
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,43	4,37
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-6,0	2,5	17,0	16,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	0,4	3,0	2,6
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	2,7	7,4	4,8
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	257,8	225,9	249,5
Import	215,0	188,6	193,1	226,6	260,1	255,1	218,5	244,7
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	28,2	24,7	29,7
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-26,4	-12,5	-15,0
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	115,8	117,8
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,6	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-11,4	-5,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-10,3	-4,3
Dług sektora rządowego i samorządowego	50,4	51,3	54,2	50,6	48,8	46,0	61,6	63,6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

## Biuro Głównego Ekonomisty

**Piotr Kalisz, CFA**

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](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 otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakkolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamych bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakikolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.