

CitiWeekly

PKB 7.9, Tarcza 2.0

Najnowsze dane z GUS potwierdzają, że w trzecim kwartale gospodarka odnotowała silne odbicie po wcześniejszym lockdownie. PKB wzrósł o 7,9% kw/kw i był o zaledwie 1,5% niższy niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Była to zasługa bardzo silnej poprawy w konsumpcji (+13,7% kw/kw; prognoza Citi Handlowy: 13,2%), w związku z praktycznie pełnym zniesieniem epidemicznych obostrzeń, a także rzadszymi niż w poprzednich latach wyjazdami zagranicznymi. Jednocześnie inwestycje wzrosły relatywnie niewiele (+4,7%; prognoza: 4,5%), szczególnie w porównaniu ze skalą spadku w pierwszej połowie roku.

Z oczywistych względów w ostatnim kwartale roku nie uda się powtórzyć wyników z III kwartału. Obostrzenia wprowadzone w odpowiedzi na drugą falę COVID, a także dobrowolne dystansowanie się konsumentów, zapewne przyczynią się do około 4% kw/kw spadku PKB w IV kw. Otwarcie od 28.11. centrów handlowych może częściowo złagodzić wpływ restrykcji na dynamikę PKB, ale jeżeli ta decyzja doprowadzi do zwiększonej liczby potwierdzonych przypadków COVID, negatywny efekt tylko się opóźni i zmaterializuje się na początku przyszłego roku.

Pewnym wsparciem dla PKB powinna być ogłoszona w minionym tygodniu druga tura Tarczy Finansowej. Teoretycznie jest ona planowana na około 35 mld zł, czyli 1,5% PKB, jednak sami jej autorzy sygnalizują, że rzeczywiste zużycie może sięgnąć około 20 mld zł. Z tego 3 mld zł ma trafić na potencjalnie bezzwrotną pomoc dla mikrofirm, 7 mld dla małych i średnich przedsiębiorstw, a przynajmniej 10 mld na pożyczki dla największych firm. Tarcza została zaprojektowana jako narzędzie, które ma zminimalizować negatywny wpływ obostrzeń na wybrane sektory i rynek pracy, a nie jako typowy pakiet stymulacji fiskalnej. Przyjmując jednak realistyczne (i niskie) mnożniki fiskalne, Tarcza w swojej nowej odsłonie może dodać do dynamiki PKB w 2021 roku około 0,2-0,3pp.

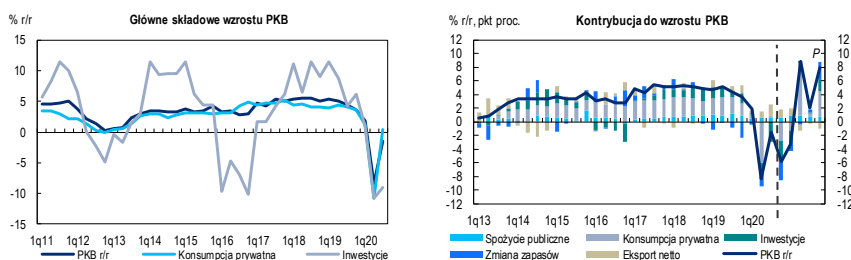
W całym przyszłym roku oczekujemy wzrostu gospodarczego o około 3,7% r/r (prognoza NBP to 3,1%), jednak dynamika może być nierówno rozłożona w kolejnych kwartałach. Pierwszy kwartał, a niewykluczone, że i drugi, pozostaną pod negatywnym wpływem pandemii i czasowo powracających obostrzeń. Niemniej najpóźniej w II połowie roku odbicie będzie już bardzo wyraźne i przełoży się również na 2022 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 20	4,53	3,81	5,03	1,19	0,10	-0,50	-0,40	1,25
IV KW 21	4,38	3,53	4,92	1,24	0,10	-0,50	-0,20	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 11.11. Pozostałe prognozy z 22.10.2020 r.

Wykres 1. Oczekujemy mniejszej skali spadku PKB w IV kw. niż w II kw. i wzrostu o 3,7% w 2021 r.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

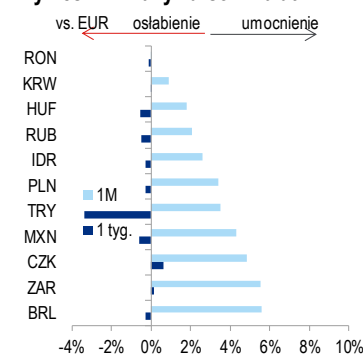
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

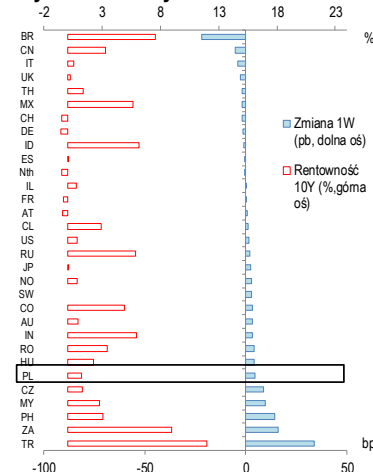
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 27.11.2020 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Zmiany kursów walut

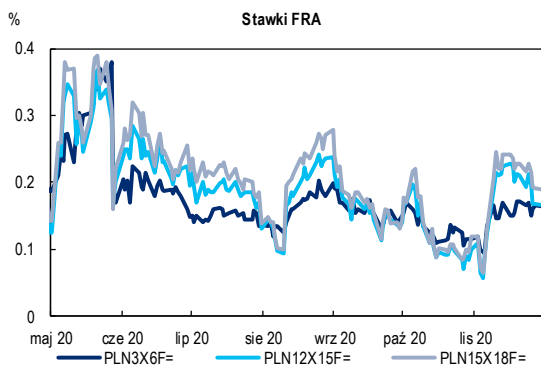


Według stanu na dzień 27.11.2020 r.
Źródło: Reuters.

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

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Polityka pieniężna prawdopodobnie bez zmian

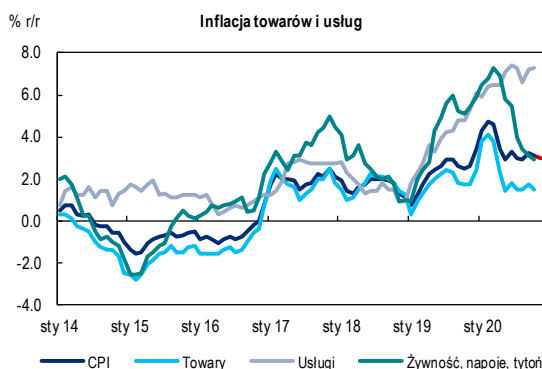


Nie oczekujemy zmian w parametrach polityki pieniężnej na grudniowym posiedzeniu. Listopadowa projekcja zawierała jastrzębie zmiany (wyższy PKB i inflacja), a od jej publikacji RPP poznała dane za październik, które w większości okazały się dobre. Jednocześnie choć rząd ogłosił wydłużenie restrykcji to jednocześnie podjął decyzję o otwarciu galerii handlowych. Ponadto głos zabrało kilku jastrzębich członków RPP, którzy sygnalizowali, chęć rozważenia podwyżek stóp procentowych w 2021 r., a rynek FRA zaczął powoli wyceniać podwyżki stóp procentowych w 2022 r.

Sądzymy, że większość członków Rady, włączając prezesa NBP A. Głapińskiego pozostanie ostrożna w kwestii perspektyw ożywienia gospodarczego dostępności szczepionek i zdecyduje się utrzymać akomodacyjną politykę pieniężną przez długi czas. Sądzymy, że RPP będzie preferować słabszego złotego, a NBP będzie wspierał łagodną politykę fiskalną poprzez skup obligacji.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Oczekiwany spadek inflacji, PMI powyżej 50



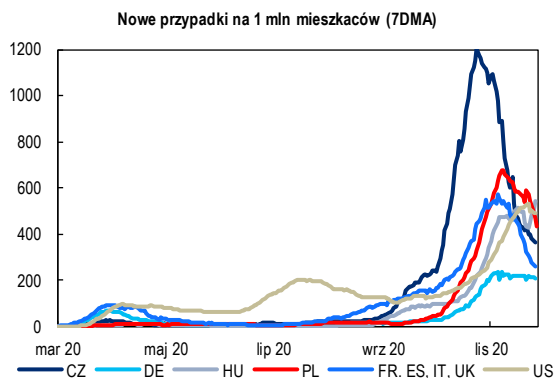
Nasze szacunki wskazują na niewielki spadek inflacji w listopadzie do 3% z 3,1%. Zakładamy przy tym stabilizację cen paliw i niewielki wzrost cen żywności m/m. Zakładamy dalszy spadek inflacji w przyszłym roku za sprawą efektu bazy i opóźnionego oddziaływania osłabionego popytu.

Oczekujemy niewielkiego spadku indeksu PMI dla przemysłu zgodnie z analogiczną tendencją dla strefy euro i Niemiec. Brak istotnych restrykcji dla przemysłu powinien podtrzymywać aktywność sektora w IV kw.

W bazowym scenariuszu podtrzymujemy opinię, że negocjacje między Polska, Węgrami i pozostałymi krajami Unii Europejskiej w sprawie unijnego budżetu i funduszu odbudowy zakończą się porozumieniem.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Strategie szczepień kluczowe w kolejnych miesiącach, dobre dane z USA i słabsze z Europy



Z USA i Europy napływają przeciwstawne dane, w Europie dosyć słabe, a w USA dobre. Indeks ISM dla przemysłu USA powinien znów zaskoczyć pozytywnie. Oczekujemy też kolejnych dobrych danych z rynku pracy i przyspieszenia negocjacji fiskalnych. W związku z tym nie oczekujemy gwałtownych zmian w polityce Fed, a kolejnym ruchem może być ograniczenie skupu aktywów w II poł. 2021 r. Do tego czasu dobre dane i akomodacyjna polityka pieniężna będą wspierać nastroje.

W kolejnych miesiącach rynki coraz większą uwagę mogą poświęcać nie kolejnym restrykcjom, a szczepionkom i strategiom immunizacji społeczeństw. Najprawdopodobniej szczepionki nie będą obowiązkowe w większości krajów europejskich, co oznacza, że mogą pojawiać się kolejne fale epidemiczne. Kluczowe w tym względzie będzie przekonanie opinii publicznej o bezpieczeństwie i skuteczności szczepień oraz systemy zachęt. Bazowy scenariusz Citi zakłada zbiorową odporność w UE (ok. 70% populacji) na koniec lata 2021 r.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
30 lis PONIEDZIAŁEK							
10:00	PL	PKB	% r/r	III kw.	-1,6	-1,6	-8,4
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	XI	--	59	61,1
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	%	X	--	1,0	-2,2
	PL	Struktura inwestorów na rynku obligacji we wrześniu, harmonogram operacji NBP w grudniu					
1 gru WTOREK							
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	--	50,1
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	XI	50,6	--	50,8
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	51,3	51,9
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	57,9	57,9
10:00	PL	Wstępny szacunek inflacji	% r/r	XI	3,0	--	3,1
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	XI	53,6	53,6	54,8
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	XI	-0,3	-0,2	-0,3
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	--	56,7
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XI	59,5	57,5	59,3
2 gru ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	XII	0,1	0,1	0,1
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	XI	--	500	365
3 gru CZWARTEK							
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	XI	--	46,2	46,2
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	XI	--	45,1	45,1
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% r/r	X	--	0,8	-2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	760	560	778
14:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tys.	tyg.	5950	6,8	6071
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	XI	--	56	56,6
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XI	57,5	56,2	56,6
4 gru PIĄTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% r/r	X	--	1,5	0,5
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	X	-64,7	-65	-63,9
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	XI	6,8	6,8	6,9
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XI	700	560	906
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	X	--	0,8	1,1

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
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	587	590	574	667
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.265	2.260	2.407
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.270	15.348	14.993	17.411
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,9	7,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-3,5	3,7
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,7	1,6
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-1,7	4,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-3,3	4,9
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-9,5	2,5
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-11,4	1,6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,5	2,1
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	1,8
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,0	4,3
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,6	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	3,0	3,5
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	0,22	0,22
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,54	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,81	3,53
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,92	3,64
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,53	4,38
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,46	4,44
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-6,0	2,5	17,4	13,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	0,4	3,0	2,0
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	2,7	10,2	7,6
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	257,8	249,0	275,1
Import	215,0	188,6	193,1	226,6	260,1	255,1	238,8	267,5
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	28,2	24,1	27,0
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-26,4	-14,7	-19,4
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	115,8	117,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,6	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-11,4	-5,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-10,3	-4,9
Dług sektora rządowego i samorządowego	50,4	51,3	54,2	50,6	48,8	45,7	58,1	59,3

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

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

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