

## CitiWeekly

### Wyższa aktywność na rynku nieruchomości

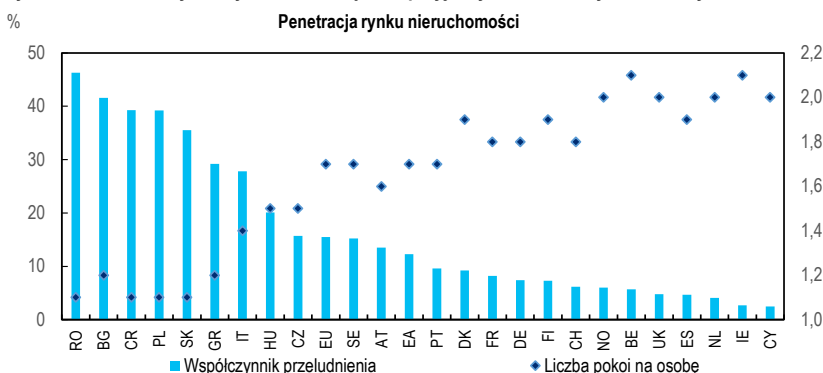
- Początek roku przyniósł kontynuację tendencji wzrostowych na rynku nieruchomości. Wyższą aktywność odzwierciedlał wzrost liczby sprzedanych kontraktów na budowę domów, dalszy wzrost cen mieszkań zarówno na rynku pierwotnym jak i wtórnym oraz rekordowa liczba mieszkań oddanych do użytkowania.
- Choć wpływ pandemii na rynek mieszkaniowy był stosunkowo ograniczony biorąc pod uwagę skalę recesji to koniunktura nieco się schłodziła. Kwartalne wzrosty cen na rynku były mniejsze niż kilka kwartałów temu, co przełożyło się na stopniowe spowolnienie rocznego wzrostu cen. Na nieco niższą aktywność może wskazywać obniżenie dynamiki kredytów mieszkaniowych w ostatnim roku, czy spadek rentowności najmu. Epidemiczne restrykcje i zwiększenie znaczenia pracy zdalnej wpłynęły negatywnie na popyt na najem mieszkań, a wzrost obaw o sytuację na rynku pracy mógł przejściowo osłabiać popyt na mieszkania.
- Oczekujemy, że cykliczne ożywienie oraz rekordowo niskie stopy procentowe wpłyną pozytywnie na aktywność na rynku. Wraz ze stopniową poprawą perspektyw gospodarczych i rewizją prognoz PKB w górę poprawie ulegają nastroje konsumentów, i zmniejszają się obawy o przyszłą sytuację na rynku pracy. Sądzymy, że zakładany przez nas spadek stopy bezrobocia w tym roku oraz wzrost realnego funduszu płac o ok. 10% wraz z rekordowo niską stopą NBP przyczyni się do cyklicznego ożywienia na rynku nieruchomości. Spadająca podaż niesprzedanych mieszkań sygnalizuje dalsze i możliwe, że ponownie szybsze wzrosty cen. Wyższa podaż pojawi się z opóźnieniem wobec spowolnienia rozpoczętych inwestycji budowlanych w ubiegłym roku i znacznego przyspieszenia wydanych pozwoleń na budowę w tym roku (50% r/r za I-V).
- Strukturalny deficyt mieszkań będzie wspierał inwestycje gospodarstw domowych w kolejnych latach. W związku z tym, że liczba pokoi i mieszkań na 1000 mieszkańców jest na jednym z najniższych wyników w Europie popyt na mieszkania utrzyma się naszym zdaniem na wysokim poziomie przez wiele lat. Perspektywa dużego deficytu mieszkaniowego nie zachęca inwestorów długoterminowych na rynku mieszkaniowym do szybkiej sprzedaży mieszkań wobec spadku rentowności najmu tym bardziej, że jest ona wciąż wyższa od rentowności obligacji.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
III KW 21	4,45	3,68	5,24	1,21	0,10	-0,50	-0,15	1,91
III KW 22	4,42	3,81	5,46	1,16	0,75	-0,50	0,0	2,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 9.06. Pozostałe prognozy z 20.05.2021 r

Wykres 1. Strukturalny deficyt mieszkań będzie sprzyjał cyklicznemu ożywieniu na rynku



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

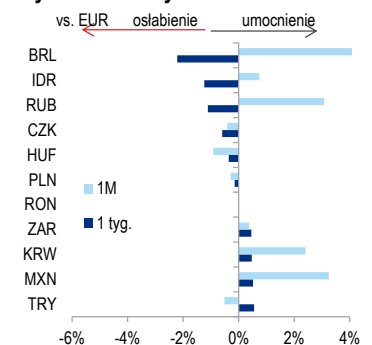
piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

+48-22-692-9421

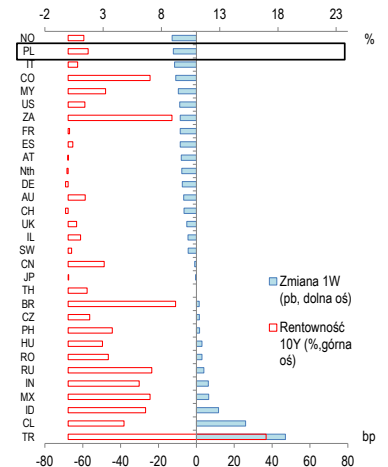
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 2.07.2021 r.  
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



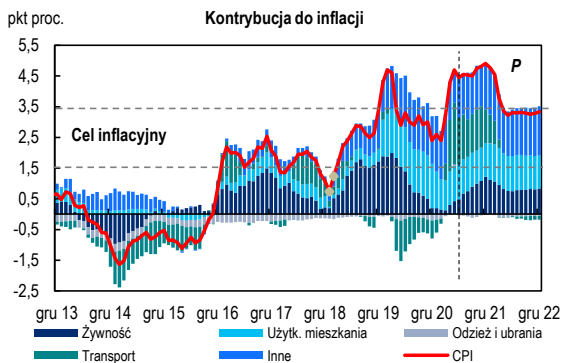
Według stanu na dzień 2.07.2021 r.  
Źródło: Reuters.

#### Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

## Tydzień w wykresach

Wykres 4. Inflacja zaskakuje w dół, ale wciąż wysoka



- Według szybkiego szacunku GUS inflacja w czerwcu spadła do 4,4% r/r i była niższa od oczekiwań rynku (4,6% r/r), co było w dużej mierze efektem niższej inflacji bazowej. Niższy niż zakładaliśmy, za to zgodny z wzorcem sezonowym, okazał się także wzrost cen żywności (0,1% m/m). Dodatkowo, ceny paliw wzrosły o 0,9% m/m. Szacujemy, że inflacja bazowa, obliczana po wyłączeniu cen żywności i energii, spadła do poziomu 3,4-3,5% r/r z 4% r/r.
- Czerwcową niespodzianką, wskazuje na to, że ścieżka inflacji będzie w najbliższych miesiącach nieco niższa niż wcześniej zakładaliśmy. Niemniej wciąż pozostanie na relatywnie wysokim poziomie, między innymi w związku z wyższymi cenami surowców i „ciasnym” rynkiem pracy. Z kolei w 2022 r. inflacja prawdopodobnie spadnie ze względu na efekt bazy. Mimo to oczekujemy, że nadal będzie ona ok. 1 p.p. powyżej celu NBP (2,5%).

Źródło: GUS, Citi Handlowy

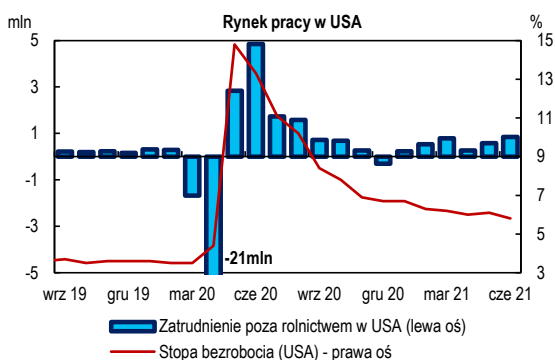
Wykres 5. Rada pozna nowe projekcje PKB i inflacji

Rok	PKB (% r/r)			CPI (% r/r)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Lis 20 NBP	3,1	5,7		2,6	2,7	
Mar 21 NBP	4,1	5,4	5,4	3,1	2,8	3,2
Konsensus (PAP/Reuters)	4,1	4,6	4	3,1	2,9	-
Citi	3,7	5,9	4,1	3	3	3,2
Lip 21 Konsensus (PAP/Reuters)	4,9	5,2	4	4	3,5	2,8
Citi	5,3	5,7	4,3	4,3	3,7	3,2

- Posiedzenie RPP, po którym opublikowana zostanie nowa projekcja inflacji, odbędzie się w czwartek. Ostatnie podwyżki innych banków centralnych regionu (NBH i CNB), rozbudziły oczekiwania inwestorów na zmianę retoryki NBP. Niemniej jednak, naszym zdaniem stopy procentowe zostaną utrzymane na obecnym poziomie, a ton RPP będzie zmieniać się w kierunku bardziej jastrzębiego jedynie stopniowo.
- Naszym zdaniem część członków RPP może wykorzystać ubiegłotygodniowy niższy odczyt inflacji, jako dodatkowy argument przemawiający za pozostawieniem stóp procentowych bez zmian. Dodatkowo, ostatni artykuł prezesa Glapińskiego (obserwatorfinansowy.pl) sugeruje, że bank centralny sceptycznie podchodzi do podwyżki, obawiając się aprecjacji złotego.
- Nasz scenariusz zakłada pierwsze podwyżki stóp nie wcześniej niż w marcu/kwietniu 2022 r.

Źródło: Reuters, Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 5. Dobre dane z rynku pracy w USA



- Dane z rynku pracy w USA zaskoczyły pozytywnie. Zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło w czerwcu o 850 tys. i było skoncentrowane przede wszystkim w sektorze usług. Jednocześnie odnotowano przyspieszenie płac w rekreacji i turystyce oraz niewielki wzrost zatrudnienia w przemyśle, co może być oznaką niewystarczającej podaży pracy. Przedstawiciele Fed spodziewają się przyspieszenia zatrudnienia w kolejnych miesiącach, a szczególnie na jesieni wraz z wygaśnięciem dodatkowych zasiłków dla bezrobotnych oraz otwarciem szkół.
- Lepsze dane mogą pozytywnie wpływać na ocenę stanu gospodarki przez członków Fed i sprzyjać rozpoczęciu ograniczenia skupu aktywów pod koniec roku. Dobre dane z USA mogą sprzyjać umocnieniu dolara i wzrostowi rentowności obligacji w kolejnych miesiącach.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>5 lip</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b>							
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	VI	--	58,1	58,1
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	VI	58	58	55,2
<b>6 lip</b> <b>WTOREK</b>							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	V	1,1	1,3	-0,2
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	5	4,1	-3,1
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VII	77	75,4	79,8
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VI	63,4	63,5	64
<b>7 lip</b> <b>ŚRODA</b>							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa Prognozy gospodarcze Komisji Europejskiej	% r/r	V	1,3	0,5	-1
20:00	USA	Minutes Fed					
<b>8 lip</b> <b>CZWARTEK</b>							
	PL	<b>Decyzja RPP</b>	%	VII	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
9:00	HU	Inflacja CPI	% m/m	VI	--	--	5,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	335	350	364
<b>9 lip</b> <b>PIĄTEK</b>							
	PL	<b>Aukcja obligacji</b>					
03:30	CN	Inflacja	% r/r	VI	--	1,4	1,3
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	V	--	--	1,1

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

Tabela 2. Prognozy rentowności obligacji skarbowych (na koniec okresu)

	5/07/21	wrz 21	gru 21	mar 22	cze 22	wrz 22	gru 22	mar 23	cze 23	wrz 23	gru 23
2L	0,43	0,55	0,70	1,00	1,15	1,30	1,45	1,60	1,75	1,85	2,10
3L	0,67	0,85	1,00	1,30	1,45	1,60	1,75	1,85	1,95	2,00	2,20
5L	1,33	1,55	1,70	1,80	1,90	2,05	2,15	2,35	2,50	2,60	2,70
10L	1,71	2,10	2,25	2,40	2,50	2,60	2,70	2,90	3,00	3,10	3,10

Źródło: Reuters, prognoza Citi Handlowy

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	597	668	717
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1990	2122	2293	2324	2506	2734
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13737	15313	15540	15582	17455	18768
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
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-2,7	5,3	5,7
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	9,9	7,4
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,6	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
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
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	4,1	3,6
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	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	1,00
WIBOR3M. (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,21	1,49
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	2,25	2,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,77	3,86	3,81
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,84	3,83
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,48	4,38
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,54	4,43
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	21,0	18,1	9,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,7	1,3
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	13,1	10,7	8,9
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	259,0	313,1	353,1
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	246,0	302,4	344,2
Saldo usług	12,1	15,4	20,2	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
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	134,5	149,5	161,5
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
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 publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,6	-4,1	-2,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,3	46,4	43,2	48,0	47,5	46,9

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 otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

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

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowanych 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 tożsamych 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.