

CitiMonthly

Czekając na punkt zwrotny

- **Ostre hamowanie** – W ostatnich kwartałach gospodarka gwałtownie wyhamowała, a „dołka” aktywności spodziewamy się na początku przyszłego roku. Kolejne kwartały 2023 r. zapewne przyniosą już ożywienie, ale będzie ono postępować powoli. W całym przyszłym roku oczekujemy wzrostu PKB o mniej niż 1%, po około pięcioprocentowym wzroście w 2022 r.
- **Szczyt inflacji na horyzoncie** – Inflacja może przekroczyć 20% w lutym, a w kolejnych miesiącach powinna się obniżyć. Odwrócenie trendu wzrostowego inflacji będzie przede wszystkim zasługą czynników statystycznych związanych z wysokim punktem odniesienia z 2022 r. Ryzyko dla naszego scenariusza widzimy jednak przede wszystkim po stronie wyższej inflacji.
- **Polityka gospodarcza** – Od miesięcy RPP systematycznie sygnalizuje, że jest gotowa zaakceptować dłuższy okres wysokiej inflacji, o ile tylko będzie ona stopniowo spadać. Biorąc pod uwagę silne efekty bazy, które zapewne i tak obniżą inflację, cykl podwyżek stóp procentowych można uznać za zakończony. W 2023 roku istotną niewiadomą pozostaje polityka fiskalna, głównie ze względu na ryzyko dodatkowych wydatków w okresie przedwyborczym.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Maciej Bącal

maciej.bacal@citi.com

Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	III kw.22R	IV kw.22P	I kw.23P	II kw.23P	III kw.23P	IV kw.23P
PKB (% r/r, śr.)	3,6	2,3	-1,9	1,0	0,9	2,3
Inwestycje (% r/r, śr.)	2,0	0,3	-2,0	-3,8	-2,4	0,8
Konsumpcja prywatna (% r/r, śr.)	0,9	0,2	-1,3	-1,9	-0,7	0,6
Inflacja (% r/r, średnia)	16,3	17,6	19,3	14,5	11,8	9,1
Stopa bezrobocia (%)	5,1	5,3	5,8	5,7	5,8	5,9
Stopa ref. NBP (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Rentown. obligacji 10L (%)	7,16	6,60	7,20	7,00	6,80	6,50
EURUSD	0,98	0,97	1,04	1,11	1,15	1,14
Stopa Fed (%)	3,25	4,50	5,25	5,50	5,50	5,50
Stopa refinansowa EBC (%)	1,25	2,50	3,25	3,50	3,50	3,50

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy składowych PKB i inflacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 12.12.2022 r.; R – realizacja, P – prognoza

Perspektywy na 2023 r.

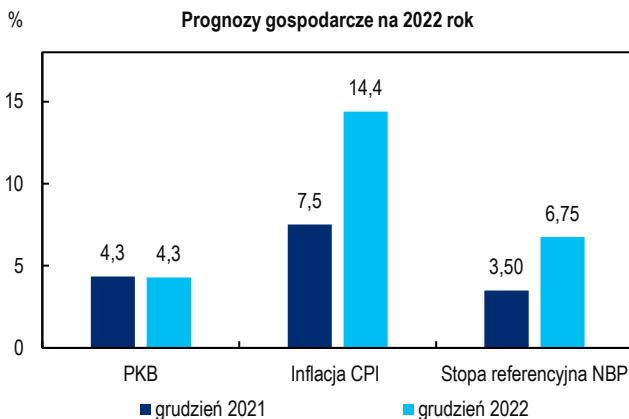
Szybki rzut oka na mijający rok

Mijający rok przyniósł wiele niespodziewanych wydarzeń. Wybuch wojny w Ukrainie, gwałtowny wzrost cen energii, daleko idące sankcje gospodarcze i ograniczenie importu gazu oraz węgla z Rosji nie były rok temu częścią scenariusza bazowego.

W tej sytuacji zaskakiwać może fakt, że wzrost gospodarczy w 2022 roku najprawdopodobniej wcale nie będzie niższy od prognoz formułowanych rok temu. Nasze *obecne* szacunki wzrostu PKB w całym 2022 sięgają 4,9%, a średnia z *obecnych* prognoz rynkowych to 4,3%. Dla porównania, przed dwunastoma miesiącami, a więc przed wybuchem wojny i gwałtownym wzrostem cen, konsensus prognoz zakładał 4,3% wzrost w całym 2022 roku (wykres 1).

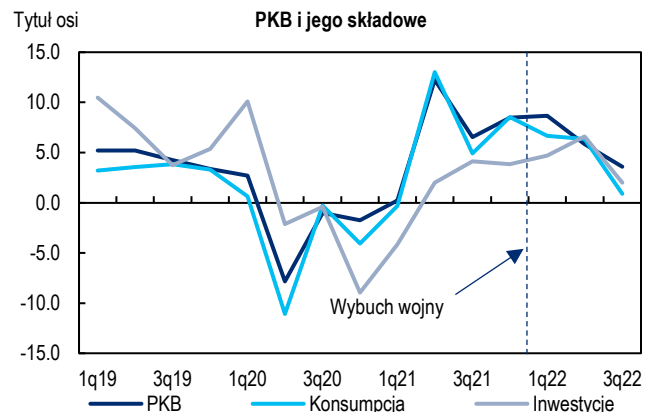
Ten paradoks wiąże się z dużo wyższym punktem startowym. Zrewidowane przez GUS dane pokazały bowiem, że na przełomie 2021 i 2022 roku gospodarka rosła znacznie szybciej niż pierwotnie sądzono, a przez to skala przegrzania gospodarki okazała się wyższa. Na początku mijającego roku wzrost PKB sięgał około 8,5%, a dopiero ostre hamowanie w kolejnych kwartałach - już po wybuchu wojny w Ukrainie - sprowadziło dynamikę PKB do znacznie niższych poziomów (wykres 2).

Wykres 1. Pomimo wybuchu wojny i silnego spowolnienia, wzrost gospodarczy w tym roku nie będzie istotnie niższy niż zakładano rok temu



Źródło: Ankieta Rzeczypospolitej, Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 2. Wysoki całoroczny wzrost gospodarczy to zasługa znacznie silniejszego popytu krajowego na początku 2022



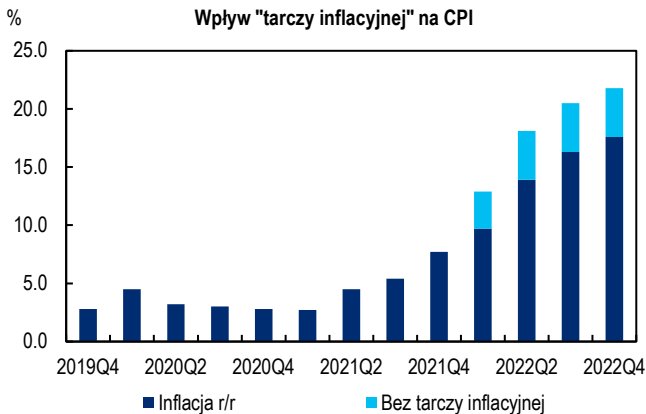
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Spośród kluczowych wskaźników makroekonomicznych, zdecydowanie największa niespodzianka dotyczyła inflacji. Jednak w przeciwieństwie do PKB, tutaj każdy kolejny kwartał przynosił coraz wyższe, a nie niższe wyniki. W rezultacie pod koniec roku wskaźnik CPI oscylował powyżej 17%, a gdyby nie znaczne obniżki podatków VAT i akcyzy na początku roku (tzw. tarcza antyinflacyjna) inflacja wyniosłaby niemal 22% (wykres 3).

Bardzo wysoka inflacja to efekt dwóch czynników. W oczywisty sposób wzrost cen energii podbił wskaźnik CPI i doprowadził ostatecznie do efektów

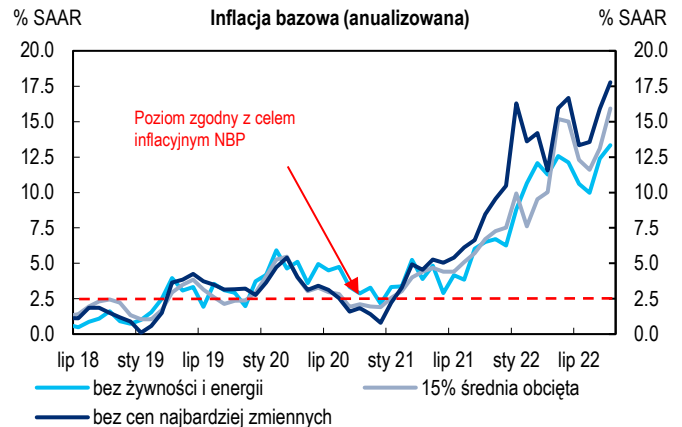
drugiej rundy, a więc do rozlania się szoku cenowego na inne kategorie inflacyjne. Jednak kluczowym czynnikiem, który na to pozwolił, był bardzo silny wzrost popytu krajowego (12% r/r w okresie IV kw. 2021 – I kw. 2022). Jeszcze w styczniu, a więc przed inwazją na Ukrainę inflacja bazowa w Polsce rosła w zanualizowanym tempie 11.5% (średnia z czterech miar inflacji bazowej). Przy tak rozgrzanej gospodarce szok energetyczny padł na sprzyjający grunt i utrwalił się.

Wykres 3. Gdyby nie obniżki podatków pośrednich na początku tego roku, wskaźnik inflacji sięgnąłby niemal 22%



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 4. Pomimo hamowania gospodarczego, na razie nie widać przekonujących oznak osłabienia presji cenowej



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych NBP

Kiedy odbicie?

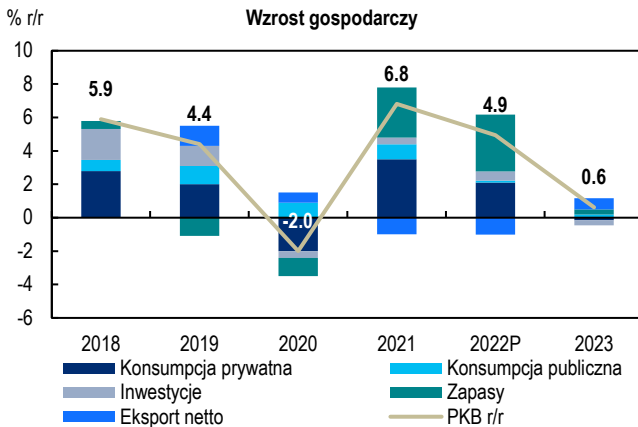
Wchodząc w nowy rok, kluczowe pytanie dotyczy momentu, kiedy wzrost gospodarczy osiągnie minimum, a trend zacznie się w końcu odwracać. Gdy piszemy ten raport stopniowo sphywają dane potwierdzające, że polska gospodarka weszła w fazę silnego spowolnienia. Nie jest ono może aż tak dotkliwe, jak można było się obawiać w marcu-kwietniu, jednak kierunek jest jasny.

W takiej sytuacji wyznaczanie punktu zwrotnego w PKB wydaje się dosyć karkołomnym przedsięwzięciem, jednak zaryzykujemy prognozę. Spodziewamy się, że dołek w dynamice PKB zostanie odnotowany w I kw. 2023 i będzie związany z kolejną falą podwyżek cen energii w kraju (negatywne dla konsumpcji), spodziewaną recesją w Niemczech (negatywne dla inwestycji i eksportu) oraz mniejszym niż dotychczas wpływem wakacji kredytowych (obejmujących odtąd jeden, a nie dwa miesiące w kwartale). Kolejne kwartały powinny już być lepsze między innymi dzięki spadkowi inflacji, który poprawi realną dynamikę wynagrodzeń, a także dzięki spodziewanemu otwarciu Chin po polityce zero-covid.

Jeżeli nasze oczekiwania się potwierdzą, będzie to oznaczało, że począwszy od drugiego kwartału gospodarka powinna stopniowo przyspieszać, choć niekoniecznie będzie to dynamiczne odbicie. Paradoksalnie więc przyszły rok ma szansę być rokiem ożywienia gospodarczego. Jest to sprzeczne z dosyć powszechną oceną, która koncentruje się na średniorocznym wzroście zamiast na dynamice kwartał-do-kwartału. Fakt, że w całym roku wzrost ma wynieść (według naszych prognoz) zaledwie 0,6% r/r to efekt bardzo niskiego punktu startowego w I kwartale, podobnie jak wysoka dynamika PKB w 2022 roku była efektem

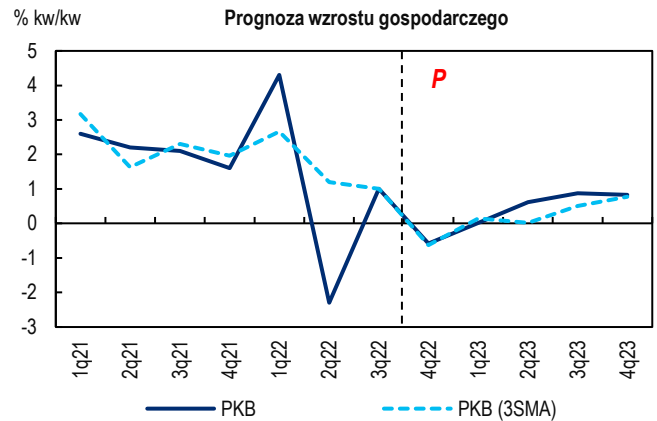
wysokiego punktu startowego. Innymi słowy, roczne dynamiki – zresztą nie pierwszy raz -zaburzają obraz.

Wykres 5. Całoroczny wzrost PKB w 2023 r. będzie zdecydowanie niższy niż w 2022...



Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Wykres 6. ... ale po dołku na początku roku, kolejne kwartały mają szansę przynieść stopniowe ożywienie

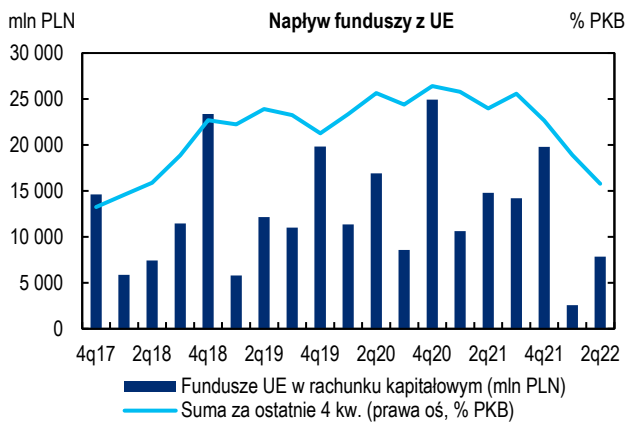


Źródło: GUS, Citi Handlowy

Prognozy wzrostu są obarczone dużą niepewnością. Po pierwsze, niedawne spadki cen gazu mogą zostać odwrócone w przypadku znacznie mroźniejszej zimy, negatywnie wpływając na aktywność w najbardziej energochłonnych branżach. Pomimo obecnego optymizmu rynkowego kluczowe problemy związane z trwałymi zmianami w kanałach dostaw gazu i ropy nie znikają, a próby uzupełnienia magazynów gazu po zimie mogą być kosztowniejsze niż się to teraz wydaje. Po drugie, niepewność dotycząca sytuacji wojennej w Ukrainie sprawia, że wachlarz potencjalnych scenariuszy jest bardzo szeroki. Dlatego w nawet umiarkowanym negatywnym scenariuszu, naszym zdaniem możliwe są spadki całorocznego PKB, zamiast jego spodziewanego wzrostu.

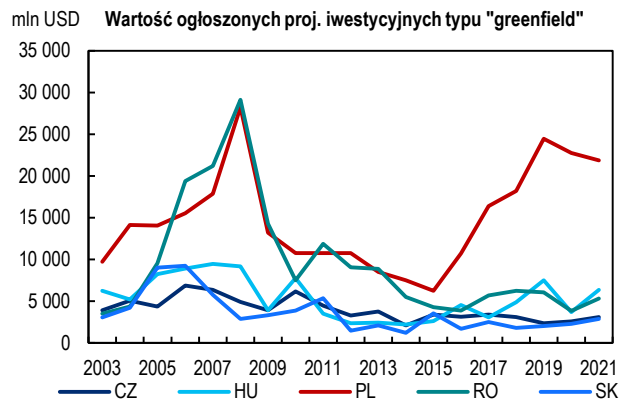
Wreszcie czynnikiem istotnie wpływającym na wzrost będą perspektywy napływu funduszy unijnych. Na razie Polska korzysta z funduszy ze „starej” perspektywy finansowej 2014-2020, jednak to źródło funduszy stopniowo wysycha. Zastąpić je mogą fundusze z nowej perspektywy 2021-2027 oraz z unijnego funduszu odbudowy (RRF). W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że do końca 2023 roku Polska nie otrzyma transferów z RRF, a przynajmniej ich skala będzie ograniczona. Z tego tytułu wzrost PKB w całym przyszłym roku będzie o około 0,4 pp niższy niż gdyby fundusze były dostępne. Gdyby się okazało, że wstrzymana lub opóźniona jest również istotna część środków z nowej perspektywy finansowej skala spowolnienia aktywności mogłaby być głębsza, a w całym roku PKB mógłby spaść.

Wykres 7. Napływ funduszy z poprzedniej perspektywy finansowej wygasa – w 2023 r. kluczowy będzie napływ nowych środków



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 8. Zaskakująco silne dane o inwestycjach zagranicznych sugerują, że Polska może korzystać na procesie przenoszenia produkcji do Europy

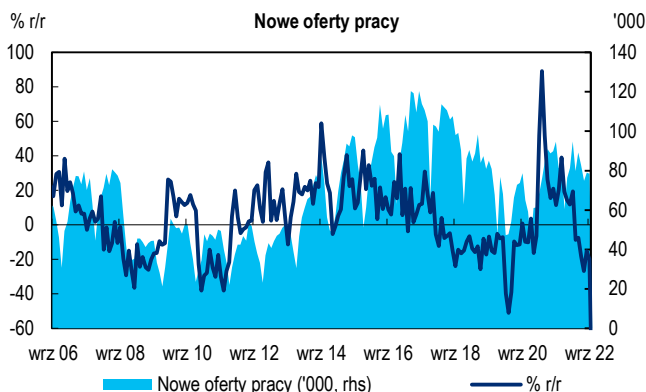


Źródło: UNCTAD, Citi Handlowy

Rynek pracy wciąż odporny

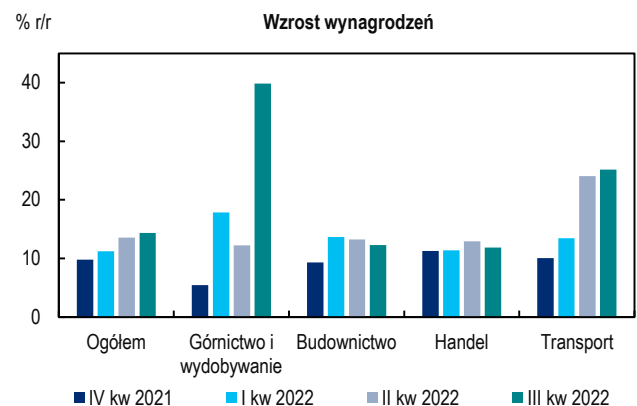
Rok 2022 upłynął pod znakiem wyraźnych oznak rozgrzania krajowego rynku pracy. Na koniec października stopa bezrobocia była historycznie niska, osiągając poziom 5,1%, a liczba pracujących ogółem przekroczyła poziomy odnotowywane jeszcze przed pandemią. Relatywną siłę polskiego rynku pracy może odzwierciedlać niezwykle szybka absorpcja kilkuset tysięcy uchodźców z Ukrainy. Trudności ze znalezieniem pracowników sprawiły też, że bardzo szybko rosła dynamika wynagrodzeń (+14,6% r/r w III kwartale). Ostatnie dane GUS wskazują jednak, że sytuacja na rynku pracy powoli zaczyna się pogarszać. Widać stabilizację w liczbie bezrobotnych przy stopniowym spadku nowych ofert pracy.

Wykres 9. Ostatnie miesiące przyniosły spadki dynamiki nowych ofert pracy, co sygnalizuje niewielkie spowolnienie rozgrzanego rynku pracy



Źródło: GUS, Haver, Citi Handlowy

Wykres 10. Wysokie dynamiki wzrostu płac w ostatnich kwartałach odnotowywano m.in. w górnictwie i transporcie



Źródło: GUS, Citi Handlowy

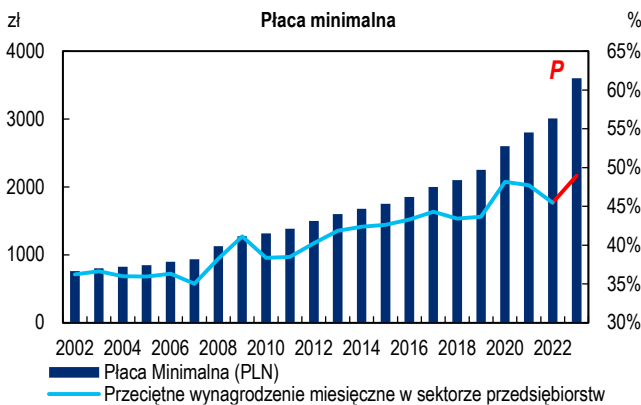
W ujęciu sektorowym wciąż najlepsza sytuacja pod względem zatrudnienia i wzrostu wynagrodzeń znajduje się w sektorach takich jak: informacja i telekomunikacja, transport i gospodarka magazynowa, górnictwo i wydobywanie oraz w sektorze energetycznym. Znacząco poprawą w ostatnich miesiącach widać też w branży motoryzacyjnej, która korzysta z

częściowego odblokowania łańcuchów dostaw. Spowolnienie zatrudnienia coraz bardziej widoczne jest jednak w przedsiębiorstwach zajmujących się produkcją mebli oraz artykułów chemicznych.

Dynamika płac pozostanie wysoka

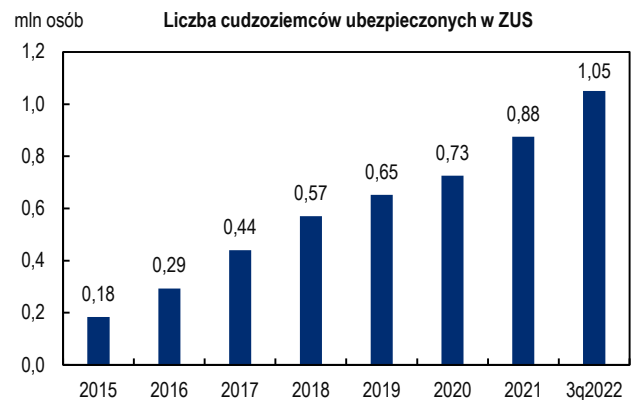
Pierwsze trzy kwartały 2022 roku to okres silnych żądań płacowych. Miesięczne dane GUS na temat wynagrodzeń jednoznacznie wskazywały na stosowanie przez pracodawców mechanizmów rekompensujących uporczywy wzrost cen. Wyплаты premii z tytułu inflacji były szczególnie widoczne w branżach związanych z wydobywaniem, energetyką oraz przetwórstwem przemysłowym. Z drugiej strony najnowszy raport NBP o sytuacji przedsiębiorstw wskazuje, że regularny mechanizm indeksacji płac stosuje wciąż jedynie 8% przedsiębiorstw.

Wykres 11. W 2023 płaca minimalna wzrośnie do 3490 zł w I poł. roku, a w II poł. do 3600 zł.



Źródło: GUS, Haver, Citi Handlowy

Wykres 12. Liczba legalnie zatrudnionych cudzoziemców po trzech kwartałach 2022 roku przekroczyła milion osób



Źródło: ZUS, Citi Handlowy

Stosunkowo niski poziom uzwiązkowienia w Polsce powinien ograniczać ryzyko nasilenia się spirali płacowo – cenowej. Ponadto, przy jednoczesnym wzroście kosztów przedsiębiorstw oraz spadku popytu konsumentów, siła przetargowa pracowników powinna maleć. Czynnikiem, który jednak utrudnia wyhamowanie dynamiki wynagrodzeń jest podniesienie płacy minimalnej w 2023 roku, które będzie wywierać presję na podwyżki całej siatki płac.

Oczekujemy, że nominalna dynamika wynagrodzeń pozostanie dwucyfrowa i średniorocznie wzrośnie o około 11,7% r/r. Oznacza to, że pomimo spodziewanego wyhamowania, wzrost wynagrodzeń będzie przez większą część roku wciąż utrzymywał się na zbyt wysokim poziomie aby zagwarantować powrót inflacji do celu.

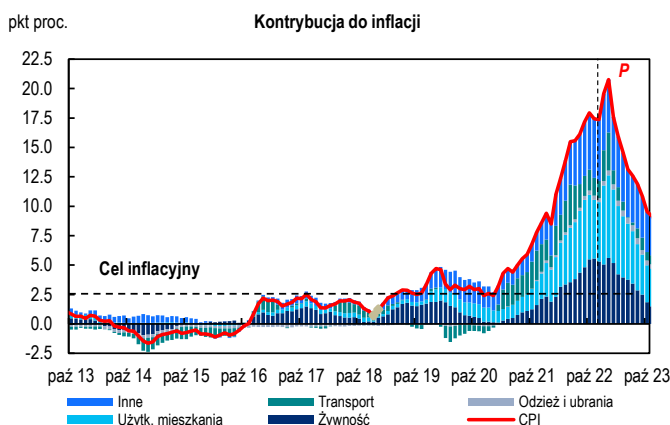
Mimo coraz częściej pojawiających się doniesień o planowanych zwolnieniach w dużych przedsiębiorstwach, spodziewamy się relatywnie niewielkiego wzrostu bezrobocia - do poziomu 5,8% na koniec 2023 r. Wydaje się, że spowolnienie najmocniej może dotknąć sektor budowlany oraz powiązane z nim branże produkujące dobra trwałe tj. meble, RTV i AGD, co ma związek ze znaczącym spadkiem popytu na kredyty hipoteczne oraz brakiem nowych inwestycji w budownictwie mieszkaniowym.

Inflacja coraz bliżej szczytu

W ostatnich tygodniach rynki finansowe coraz większą uwagę przypisują scenariuszowi dezinflacji (tj. spadku inflacji). Jest to częściowo uzasadnione tym, że w Stanach Zjednoczonych szczyt inflacji już został osiągnięty, a dynamika cen ostatnio zaskoczyła *in minus*. Jak zwykle, wydarzenia za oceanem nadają ton oczekiwaniom w innych częściach świata, jednak naszym zdaniem w przypadku Polski inflacyjne perspektywy wyglądają zdecydowanie mniej uspokajająco.

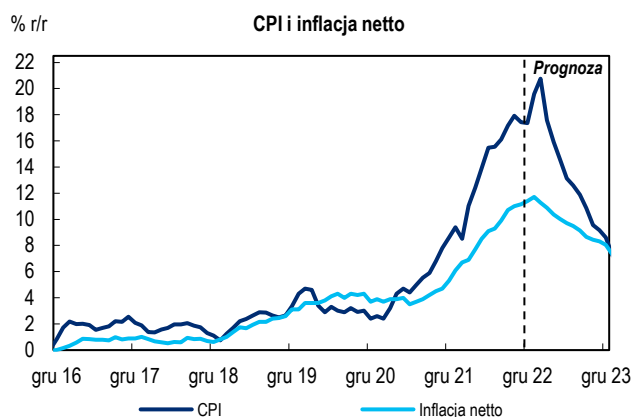
Po pierwsze, inflacja w kraju nie osiągnęła jeszcze swojego szczytu. Spodziewamy się, że nastąpi to dopiero w lutym, gdy wskaźnik CPI może przekroczyć 20%. Dokładny poziom będzie uzależniony od rządowych decyzji dotyczących mrożenia cen gazu i skali w jakiej wygasać będzie tarcza inflacyjna. Według naszych szacunków ten ostatni czynnik może dodać do inflacji około 2,5 pkt. proc., jednak w dużym stopniu jego wpływ będzie kompensowany przez zamrożenie taryf na gaz i energię elektryczną¹.

Wykres 13. Inflacja najprawdopodobniej wyraźnie spadnie po I kw. 2023, głównie pod wpływem wysokiej bazy odniesienia



Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Wykres 14. Inflacja po wyeliminowaniu energii, paliw i żywności jest niższa niż CPI, ale będzie również znacznie wolniej spadać



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

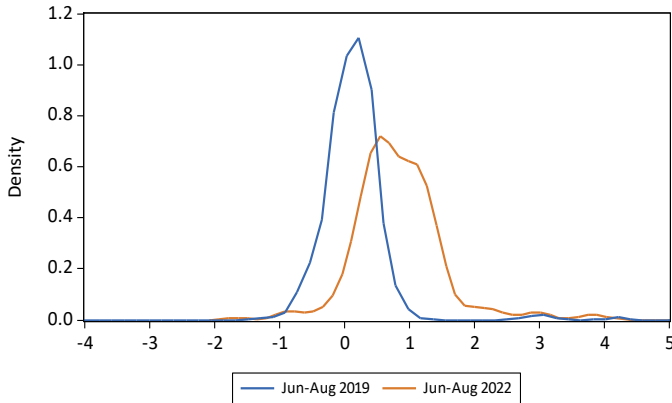
Po drugie, spodziewany bardzo szybki spadek inflacji po lutym to w dużym stopniu „mechaniczny” efekt związany z wysoką bazą odniesienia wynikającą z tegorocznych zmian cen energii. Co prawda, presja popytowa słabnie, ale na razie nie widać istotnego wyhamowania dynamiki cen w kategoriach „popytowych”. Spoglądając na inflację oczyszczoną z wpływu cen energii, paliw oraz żywności, pozostaje ona na bardzo wysokim poziomie, a jej spodziewane spadki w 2023 roku będą zdecydowanie wolniejsze niż w przypadku CPI.

Oczywiście, biorąc pod uwagę spowolnienie gospodarcze, oczekiwanie wyhamowania inflacji z obecnych szczytów jest uzasadnione. Prawdziwe pytanie dotyczy jednak tego, do jakiego poziomu inflacja ma wyhamować i w jakim tempie. Tutaj odpowiedź jest mniej zadowalająca. Dotychczasowa mieszanka podwyżek stóp procentowych i poluzowania fiskalnego powinna

¹ Skala wzrostu inflacji może być nieco mniejsza biorąc pod uwagę notowane w listopadzie i grudniu zmiany na rynku paliw. W warunkach spadających notowań ropy, ceny paliw na stacjach pozostają zaskakująco stabilne, co teoretycznie sugeruje pewną przestrzeń do ograniczenia/wygładzenia podwyżek w styczniu 2023 r.

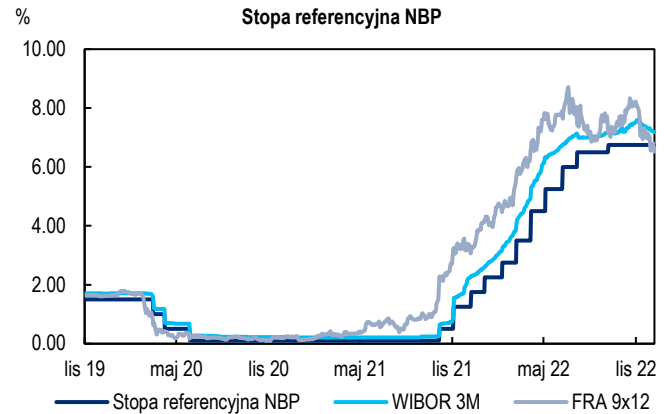
wystarczy aby obniżyć dynamikę inflacji do jednocyfrowych poziomów pod koniec 2023 lub na początku 2024 roku. Wciąż jednak inflacja pozostanie znacznie powyżej celu inflacyjnego.

Wykres 15. Rozkład miesięcznych podwyżek cen w poszczególnych kategoriach bazowych HICP – najbliższym testem trwałości szoku inflacyjnego będzie skala podwyżek cen w styczniu



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Eurostat

Wykres 16. Łagodna retoryka RPP schłodziła oczekiwania rynkowe na podwyżki stóp i popchnęła notowania FRA w dół



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Co więcej, jeżeli chodzi o ryzyka, widzimy je po stronie silniejszego wzrostu CPI niż zakłada scenariusz bazowy. Chociaż w ostatnich latach zakres automatycznych klauzul indeksujących cenniki lub wynagrodzenia o wysokość inflacji był raczej niewielki, w obecnych warunkach ten czynnik zapewne zyskuje na znaczeniu. Modele progностyczne były szacowane w czasach, gdy ryzyko odkotwiczenia oczekiwań inflacyjnych było niewielkie i dlatego mogą one zbyt optymistycznie przedstawiać perspektywy CPI. Pierwszym testem pozwalającym ocenić szansę ustabilizowania inflacji będą dane za styczeń. Miesiąc ten bywa tradycyjnie momentem, w którym wiele firm decyduje się na dostosowanie cenników, a biorąc pod uwagę skalę szoku inflacyjnego w mijającym roku, trudno znaleźć powód czemu tym razem sytuacja miałaby wyglądać inaczej. Dlatego dopiero dane styczniowe mogą pokazać skalę odkładanych dotychczas podwyżek, ustawiając wyższy punkt startowy na cały przyszły rok.

Podsumowując, pomimo prognozowanego spadku inflacji w trakcie 2023 roku, spodziewamy się, że średnioroczna inflacja pozostanie na wysokim poziomie, najprawdopodobniej zbliżonym do tegorocznego. Ryzyko dla tego scenariusza – przynajmniej w krótkim horyzoncie – jest po stronie wyższych odczytów CPI.

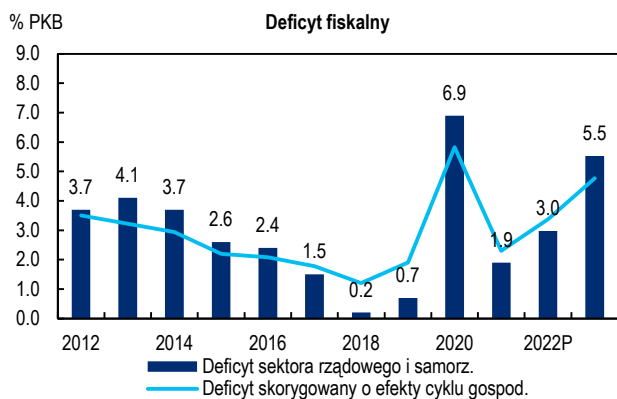
Policy mix

Jak sygnalizowaliśmy jeszcze na początku roku, jednym z czynników utrudniających walkę z inflacją jest fakt, że polityki fiskalna i pieniężna „pchają” gospodarkę w przeciwnych kierunkach. Rok 2022 był okresem bardzo istotnych podwyżek stóp procentowych i jednocześnie okresem silnego poluzowania polityki fiskalnej. Kolejne kwartały prawdopodobnie będą się charakteryzowały mniejszymi kontrastami w ramach *policy mix*, ale trudno też liczyć na diametralną zmianę.

Po stronie polityki pieniężnej RPP w ostatnich miesiącach wyraźnie sygnalizowała zamiar utrzymania stóp procentowych bez zmian. Naszym

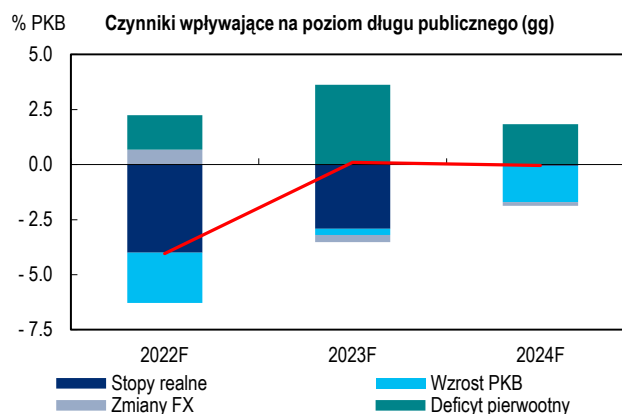
zdaniami szansę powodzenia tej strategii Rady będą uzależnione od czynników zewnętrznych. Skuteczne wyhamowanie inflacji przez Fed i inne główne banki centralne może ułatwić RPP zadanie. Jednak wydłużenie cyklu podwyżek zagra nicą mogłoby wymusić dalsze zacieśnienie w kraju.

Wykres 17. Spodziewamy się istotnego wzrostu deficytu sektora rządowego i samorządowego



Źródło: Eurostat, prognozy Citi Handlowy

Wykres 18. Pomimo luźnej polityki fiskalnej wysoka inflacja pomaga ograniczyć przyrost długu sektora rządowego i samorządowego



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy utrzymanie stopy referencyjnej na 6,75% do końca przyszłego roku, jednak przynajmniej w krótkim okresie (najbliższe dwa kwartały) ryzyko widzimy po stronie ponownych podwyżek. Z punktu widzenia uczestników rynku najważniejsza obawa dotyczy tego, że strategia stabilizacji stóp polega na bardzo niepewnych wydarzeniach zagranicą i nie gwarantuje ani zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych ani szybkiego powrotu inflacji do celu.

Drugi komponent *policy mix*, czyli polityka fiskalna, pozostaje pod wpływem dwóch czynników. Z jednej strony już ogłoszone działania rządowe wskazują na wyraźne poluzowanie budżetowe, a perspektywa końcówki cyklu wyborczego zwiększa to ryzyko. Z drugiej strony, w reakcji na znaczne wzrosty rentowności obligacji przedstawiciele MF oraz premier Morawiecki zasignalizowali planowane cięcia wydatków inwestycyjnych oraz częściowe wygaszanie tarczy inflacyjnej. W momencie, gdy powstaje ten raport nie jest jednak jasne na ile działania te mogą ograniczyć deficyt i potrzeby pożyczkowe.

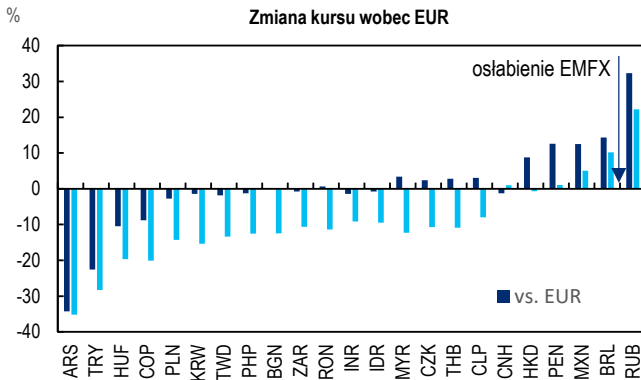
W sumie spodziewamy się, że deficyt fiskalny w 2022 roku wyniesie około 3% PKB, a w 2023 r. około 5,5%. Rząd ma jednak pewną elastyczność w przenoszeniu niektórych wydatków między latami. Dlatego nie jest wykluczone, że tegoroczny deficyt okaże się odpowiednio większy, aby poprawić wynik za 2023 rok. Jeżeli chodzi o bilans ryzyk, to naszym zdaniem nie można wykluczyć, że w trakcie roku – wraz ze zbliżającym się terminem wyborów – polityka fiskalna może zostać poluzowana w większej skali niż obecnie się przyjmuje.

Rynek walutowy

Mijający rok stał pod znakiem osłabienia złotego, które pod względem zmiany wobec euro i dolara oraz według nominalnego efektywnego kursu walutowego było jednym z największych wśród gospodarek wschodzących. Impuls do skokowej przeceny krajowej waluty dał wybuch wojny na Ukrainie,

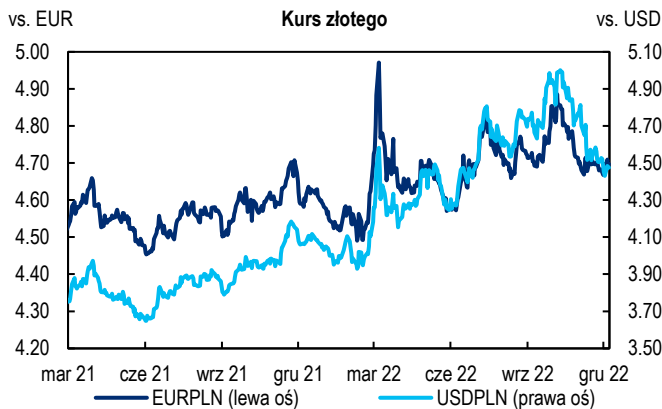
w efekcie czego kurs EURPLN wzrósł do najwyższego poziomu w historii, chwilowo przekraczając poziom 5,00. Wpływ na to miał globalny wzrost awersji do ryzyka, bliskość Polski konfliktu oraz wymiana części depozytów gospodarstw domowych na waluty (nawet do 5 mld EUR).

Wykres 15. W 2022 r. kurs złotego był jedną ze słabszych walut EM zarówno wobec euro jaki i dolara.



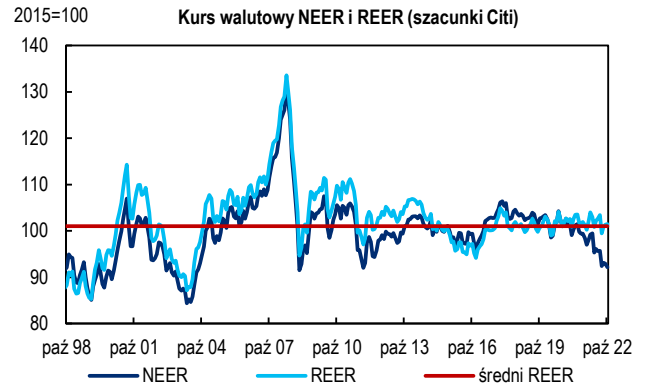
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 17. Kurs EURPLN i USDPLN



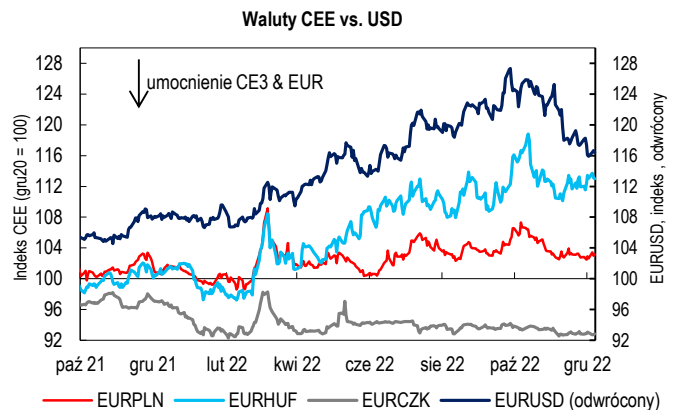
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Kurs NEER osłabił się od początku roku o ok. 6%, a REER zostawał stabilny w pobliżu długoterminowej średniej



Źródło: Haver, Citi Handlowy

Wykres 18. Po pierwszej połowie 2023 roku może być szansa na trwalsze odwrócenie wzrostowego trendu dolara.



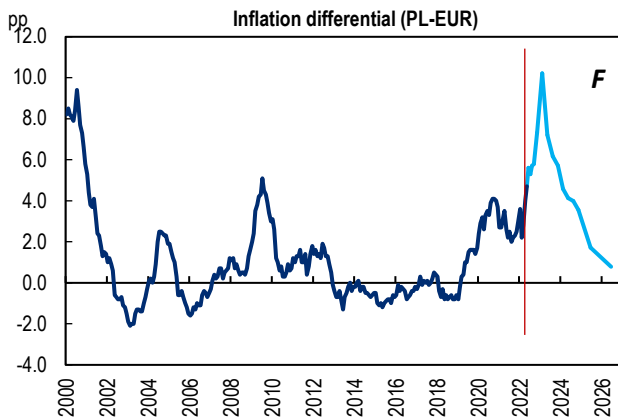
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

NBP zdecydował się na interwencję na przełomie lutego i marca, ale kolejne miesiące stały już pod znakiem sprzedaży walut przez Ministerstwo Finansów, które wcześniej zwykle wymieniało je w NBP. Depozyty resortu finansów utrzymywały się na wysokim poziomie przez cały rok za sprawą napływu środków unijnych z poprzedniej perspektywy budżetowej (ok. 6,3 mld EUR netto I-X) oraz przychodów z tytułu sprzedaży aukcji CO2 (ok. 400 mln EUR miesięcznie, ok. 5 mld EUR w 2022 r.). W sumie jednak aktywność resortu finansów nie powstrzymała, a jedynie wyhamowała osłabienie złotego, na które oddziaływał umacniający się dolar, a także strukturalne czynniki (rosnący deficyt obrotów bieżących oraz wysoka inflacja). To właśnie różnica inflacji wobec głównych partnerów handlowych sprawiła, że realny efektywny kurs walutowy praktycznie się nie zmienił.

Sądzymy, że strukturalne czynniki sprawią, że złoty pozostanie relatywnie słaby w kolejnych latach, co będzie jedynie częściowo niwelowane przez oczekiwane umocnienie dolara czy aktywność resortu finansów na rynku

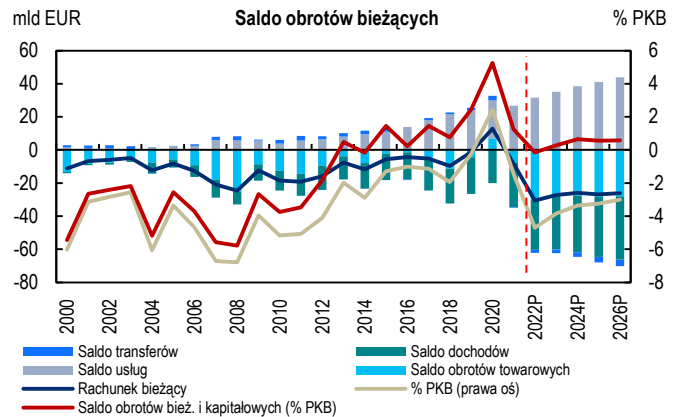
walutowym. Spodziewamy się wzrostu kursu EURPLN w kierunku 4,85 w ciągu najbliższych trzech miesięcy w związku z zakładanym przez strategów Citi umocnieniem USD ponownie poniżej parytetu przy kolejnej fali przeceny na bazowych rynkach długu. Spodziewane wzrosty rentowności w USA, podobnie jak osiągnięcie przez stopę Fed poziomu docelowego 5,50%, mogą sprzyjać dolarowi. W takiej sytuacji przecena złotego byłaby możliwa, tym bardziej biorąc pod uwagę oczekiwany spadek dysparytetu polskich stóp procentowych wobec euro oraz dolara.

Wykres 17. Duża różnica inflacji wobec odczytów w strefie euro może działać w kierunku osłabienia nominalnego kursu złotego wobec euro



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Deficyt obrotów bieżących może pozostać wysoki w kolejnych latach



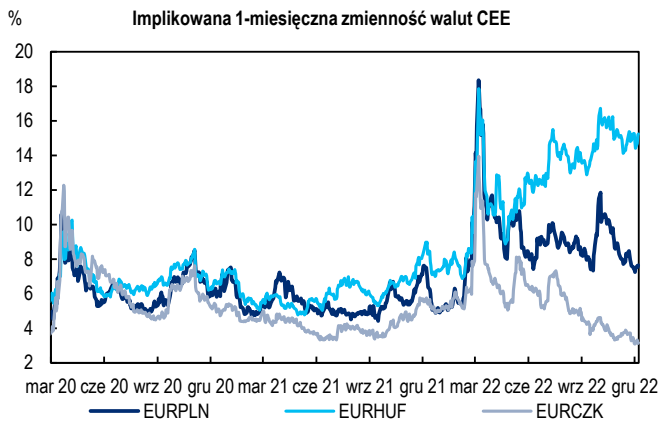
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Negatywnie na złotego mogą oddziaływać także informacje potwierdzające zawieszenie wypłat środków unijnych Węgrom do czasu wypełnienia wszystkich wymogów UE. Choć Ministerstwo Finansów będzie zapewne otrzymywać w przyszłym roku środki z poprzedniej perspektywy finansowej UE, to możliwość ich zmniejszenia w kolejnych latach będzie negatywnie wpływać zarówno na nastawienie wobec złotego, jak i realną możliwość interwencji na rynku przez resort finansów oraz może pogorszyć także strukturalne finansowanie bilansu obrotów bieżących.

W drugim kwartale 2023 r., gdy stopa Fed będzie blisko szczytu, a globalna recesja blisko (prognozowanego) dołka, spodziewamy się odwrócenia trendów na rynkach globalnych. Może to oznaczać trwalsze stopniowe osłabianie dolara, co sprzyjałoby walutom gospodarek wschodzących i apetytowi na ryzyko.

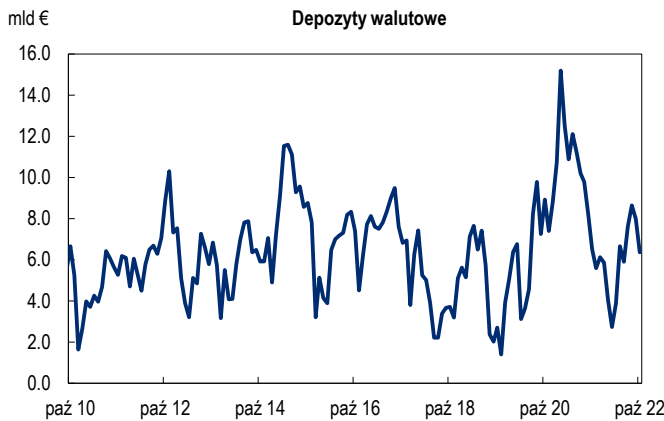
Jednak nawet pomimo stopniowej poprawy wskaźników makroekonomicznych, deficyt obrotów bieżących pozostanie wciąż relatywnie wysoki, a inflacja utrzyma się na poziomie wyższym niż w strefie euro. Zakładamy, że taka sytuacja utrzyma się także w kolejnych latach. Zakładając stabilność realnego kursu efektywnego powinno to oznaczać stopniowe osłabienie kursu nominalnego, a przynajmniej brak jego aprecjacji. Preferencje NBP co do mocniejszego złotego czy interwencje Ministerstwa Finansów mogą jedynie spowalniać ten proces.

Wykres 19. Zmienność kursu EURPLN może stopniowo się obniżyć



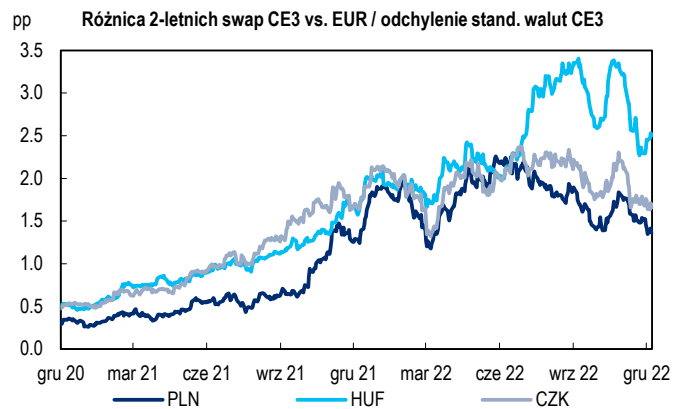
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 19. Depozyty Ministerstwa Finansów wyniosły na koniec października ok. 6,5 mld EUR, które resort finansów może wymienić na rynku.



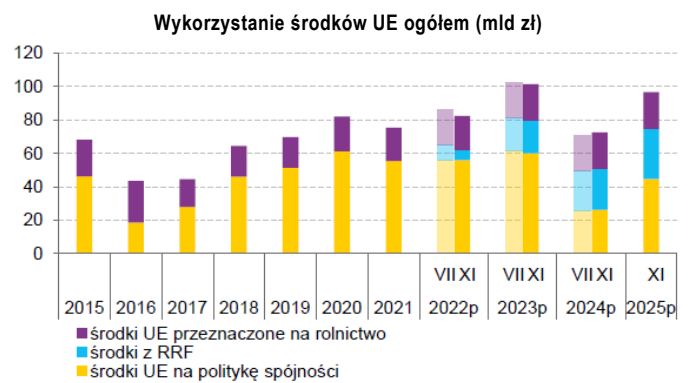
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 20. Wysoki dysparytet stóp wobec strefy euro może zacząć korzystnie oddziaływać na złotego



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 20. NBP szacuje, że w przyszłym roku do Polski może trafić nawet więcej środków niż w obecnym i choć środki w ramach kolejnego budżetu mogą zostać zawieszane, to Polska powinna wciąż otrzymywać środki z obecnej perspektywy



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 2. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2021			2022									
	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7,6	14,8	16,3	18,0	17,3	15,4	12,4	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8	6,8
Produkcja przemysłowa (% m/m)	2,1	4,9	-3,2	-4,0	3,4	16,3	-11,7	1,3	-0,3	-7,0	0,7	9,8	-0,7
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	5,2	12,7	13,7	15,5	15,5	10,7	11,1	14,8	10,0	6,9	11,1	11,0	9,3
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	4,1	12,8	3,1	20,8	21,2	27,6	9,0	13,0	6,0	4,1	5,9	0,3	8,1
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	6,9	12,1	8,0	10,6	8,1	9,6	19,0	8,2	3,2	2,0	4,2	4,1	0,7
Stopa bezrobocia (%)	5,9	5,8	5,8	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4
Ceny													
Inflacja (% r/r)	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9
Inflacja (% m/m)	1,1	1,0	0,9	1,9	-0,3	3,3	2,0	1,7	1,5	0,5	0,8	1,6	1,8
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	12,0	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6	22,9
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	2,0	1,4	1,0	2,4	1,1	6,6	2,5	1,4	1,6	1,3	0,8	0,2	0,7
Plące - sektor przedsiębior. (% r/r)	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5	13,0
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	941	-1.483	-3.883	-1.091	-2.032	-4.206	-2.844	-1.340	-541	-1.887	-3.332	-1.561	-
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,1	-0,5	-1,4	-1,7	-2,0	-2,7	-3,2	-3,4	-3,5	-3,5	-3,7	-3,7	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1655	-1816	-2277	-636	-1707	-4553	-2693	-1438	-1010	-1865	-2642	-2054	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	23190	24954	23364	24185	24148	25669	26053	27194	27181	25159	25746	28498	-
Eksport (% r/r)	6,2	13,7	25,0	27,4	20,3	11,9	18,2	26,9	21,3	19,0	26,7	25,5	-
Import f.o.b. (mln EUR)	24845	26770	25641	24821	25855	30222	28746	28632	28191	27024	28388	30552	-
Import (% r/r)	22,0	31,2	39,6	38,7	29,7	31,4	36,4	32,5	26,6	20,6	28,7	28,9	-
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,6	10,1	8,9	7,7	8,0	7,9	8,2	7,6	6,5	6,2	7,4	7,7	7,0
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	6,8	8,0	7,1	6,5	4,7	2,2	2,5	2,3	1,8	1,8	2,3	3,5	3,6
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7,8	11,1	10,3	7,6	7,9	7,3	8,8	8,8	8,6	7,7	10,3	12,3	11,4
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	4,4	5,5	4,8	4,7	5,0	3,9	3,5	2,5	2,0	0,9	0,2	-0,4	-2,4
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	0,9	1,5	4,2	3,9	7,3	8,7	12,2	12,2	14,2	15,0	18,8	17,0	14,5
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	0,50	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00	6,50	6,50	6,75	6,75
WIBOR 3M (średnio)	0,49	1,40	2,34	2,79	3,33	4,27	5,48	6,42	6,85	7,03	7,04	7,16	7,34
WIBOR 3M (koniec okresu)	0,74	2,06	2,54	3,02	3,65	4,77	6,05	6,59	7,05	7,01	7,11	7,21	7,51
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,54	2,10	3,47	3,60	3,72	5,07	6,17	6,17	6,75	6,65	6,69	7,55	7,74
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	2,07	2,84	3,35	3,70	4,08	5,59	6,58	6,61	7,54	6,85	7,15	7,49	8,73
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2,41	3,20	3,99	4,12	4,30	5,66	6,86	6,97	7,32	5,98	6,69	7,41	8,61
EUR/PLN (koniec okresu)	4,62	4,68	4,60	4,60	4,69	4,65	4,66	4,58	4,68	4,74	4,73	4,87	4,71
USD/PLN (koniec okresu)	3,97	4,12	4,06	4,11	4,20	4,18	4,41	4,27	4,48	4,64	4,74	4,95	4,73
EUR/USD (koniec okresu)	1,16	1,14	1,13	1,12	1,12	1,11	1,06	1,07	1,04	1,02	1,00	0,98	0,99
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-51,9	-50,4	26,4	-22,3	-11,3	0,3	-9,2	-12,1	-27,7	-34,7	-27,5	-27,5	-27,2
Def. budżetowy skum. (% planu)	-47,5%	-46,1%	24,1%	-87,2%	-44,0%	1,0%	-36,0%	-47,1%	-108,5%	-135,5%	-107,6%	-107,4%	-106,5%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	528	588	597	598	680	658	765	862
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.989	2.122	2.293	2.327	2.622	3.046	3.379	3.666
PKB per capita (USD)	13.734	15.313	15.560	15.615	17.846	17.261	20.102	22.693
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1	38,0
Stopa bezrobocia (%)	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,3	5,9	6,5
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,9	5,4	4,7	-2,0	6,8	4,9	0,6	3,6
Inwestycje (% r/r)	4,0	9,4	6,1	-2,3	2,1	2,9	-1,5	6,4
Spożycie ogółem (% r/r)	4,1	4,3	4,5	-1,5	5,9	2,7	0,1	2,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,5	4,3	4,0	-3,6	6,3	3,5	-0,8	2,2
Eksport (% r/r)	9,5	6,9	5,2	-1,1	12,5	4,8	4,1	5,5
Import (% r/r)	9,8	7,4	3,0	-2,4	16,1	6,0	1,4	5,6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	17,4	8,6	5,1
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	13,6	6,0
Place nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,6	4,7	8,8	13,1	11,7	8,3
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,8	1,5	4,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	6,75	5,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,14	6,77	5,26
Rentowność obligacji 10-letnich	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,60	6,50	6,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	5,00	4,17	4,32
USD/PLN (Średnia)	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,48	4,41	4,25
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,85	4,75	4,75
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,78	4,75
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-7,7	2,8	17,5	-9,8	-30,9	-29,4	-29,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,3	0,5	2,9	-1,4	-4,7	-3,8	-3,4
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	1,7	14,2	-9,0	-31,8	-30,3	-30,9
Eksport	228,2	254,0	261,4	268,9	311,7	332,0	375,4	408,4
Import	226,6	260,1	259,7	254,7	320,7	363,8	405,7	439,3
Saldo usług	20,3	25,9	26,8	26,0	31,7	33,2	38,3	43,1
Saldo dochodów	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-32,0	-31,5	-35,1	-38,1
Rezerwy międzynarodowe	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	132,8	135,8	145,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-3,0	-5,5	-4,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,8	-1,6	-3,6	-1,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,4	46,4	43,2	47,8	43,8	40,8	40,7	40,5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 10. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% r/r)	6,8	4,9	0,6	3,6	3,4	3,4	3,4
Inflacja CPI (% średnia)	5,1	14,3	13,6	6,0	3,5	2,6	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,4	-4,7	-3,8	-3,4	-3,3	-3,0	-2,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,75	6,75	6,75	5,25	4,25	4,00	4,00
USD/PLN (Koniec okresu)	4,06	5,00	4,17	4,32	4,13	3,99	3,80
USD/PLN (Średnia)	3,86	4,48	4,41	4,25	4,24	4,06	3,89
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,60	4,85	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
EUR/PLN (Średnia)	4,57	4,69	4,78	4,75	4,75	4,75	4,75

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Dodatek

Tabela 4 przedstawia nasz scenariusz podstawowy dla wybranych danych, a także dwa scenariusze alternatywne przedstawiające możliwy zakres zmienności wskaźników.

Tabela 4. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne – scenariusz bazowy, negatywny oraz pozytywny

Scenariusz podstawowy	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25
Wzrost PKB, r/r	2,3	-1,9	1,0	0,9	2,3	3,2	3,7	3,7	3,7	3,6	3,5	3,3	3,2
Inflacja średnioroczna, r/r	17,6	19,3	14,6	11,8	9,1	6,8	6,2	5,7	5,1	3,8	3,6	3,4	3,1
Przec. wynagrodzenie, r/r	14,0	14,0	12,9	11,6	10,3	9,0	8,0	7,2	6,7	6,0	5,7	5,5	5,4
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5,3	5,8	5,7	5,8	5,9	6,5	6,3	6,4	6,5	6,8	6,3	6,2	6,1
Stopa bezrobocia BAEL	3,0	3,4	3,2	3,3	3,4	4,0	3,8	3,9	4,0	4,3	3,8	3,7	3,6
Stopa referencyjna NBP (koniec okr.)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,25	6,00	5,50	5,25	4,75	4,50	4,25	4,25
WIBOR 3M (koniec okr.)	7,18	7,14	6,99	6,94	6,77	6,27	6,02	5,60	5,27	4,85	4,52	4,44	4,36
WIG (koniec okr.)	55700	53000	55000	56500	58000	59000	60500	62000	63500	65000	66000	67000	68000
WIG20 (koniec okr.)	1730	1646	1708	1755	1801	1832	1879	1926	1972	2019	2050	2081	2112
Scenariusz negatywny	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25
Wzrost PKB, r/r	1,7	-3,1	-0,8	-1,5	0,2	1,4	2,1	2,5	2,8	3,0	3,0	3,0	2,8
Inflacja średnioroczna, r/r	16,8	15,3	9,9	6,4	4,1	3,3	3,2	3,1	2,8	2,7	2,7	2,7	2,5
Przec. wynagrodzenie, r/r	12,5	10,3	7,7	5,0	4,4	4,6	4,4	4,7	4,8	4,5	4,6	4,7	4,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5,4	6,0	6,0	6,2	6,4	7,1	7,0	7,2	7,4	7,7	7,3	7,2	7,1
Stopa bezrobocia BAEL	3,1	3,5	3,4	3,6	3,8	4,5	4,4	4,6	4,8	5,1	4,7	4,6	4,6
Stopa referencyjna NBP (koniec okr.)	6,75	6,75	6,25	5,75	5,00	4,00	3,50	3,25	3,00	2,50	2,25	2,25	2,25
WIBOR 3M (koniec okr.)	7,19	6,87	6,32	5,69	4,77	3,94	3,52	3,27	3,02	2,60	2,44	2,44	2,44
WIG (koniec okr.)	54029	45050	46750	48025	49300	50150	51425	52700	53975	55250	56100	56950	57800
WIG20 (koniec okr.)	1678	1399	1452	1492	1531	1558	1597	1637	1676	1716	1742	1769	1795
Scenariusz pozytywny	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25
Wzrost PKB, r/r	2,9	-0,7	2,8	3,3	4,5	5,1	5,2	4,9	4,6	4,2	4,0	3,6	3,6
Inflacja średnioroczna, r/r	18,5	22,4	19,6	18,2	15,3	11,4	9,5	8,1	7,0	5,3	4,8	4,2	3,8
Przec. wynagrodzenie, r/r	15,5	17,7	18,3	18,5	16,5	13,6	11,6	9,8	8,6	7,5	6,7	6,4	6,3
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5,2	5,6	5,4	5,4	5,3	5,8	5,6	5,6	5,6	5,9	5,3	5,2	5,1
Stopa bezrobocia BAEL	2,9	3,3	3,0	3,0	2,9	3,4	3,2	3,2	3,2	3,5	2,9	2,8	2,6
Stopa referencyjna NBP (koniec okr.)	6,75	7,25	8,00	8,50	8,50	8,25	8,00	7,50	7,25	6,50	6,25	6,00	6,00
WIBOR 3M (koniec okr.)	7,27	7,80	8,40	8,69	8,52	8,27	8,02	7,52	7,19	6,52	6,27	6,19	6,02
WIG (koniec okr.)	57371	60950	63250	64975	66700	67850	69575	71300	73025	74750	75900	77050	78200
WIG20 (koniec okr.)	1782	1893	1964	2018	2072	2107	2161	2215	2268	2322	2357	2393	2429

Źródło: Citi Handlowy, NBP, GUS, Haver Analytics, Bloomberg

Tabela 5 przedstawia prognozy w naszym scenariuszu bazowym, a także dwa poglądowe scenariusze „szokowe”.

- **Scenariusz szokowy 1** zakłada, że szok inflacyjny okaże się trwalszy niż w scenariuszu bazowym, co wymaga dodatkowego zacieśnienia polityki pieniężnej. W tym scenariuszu przyjmujemy, że bank centralny preferuje ostrożne podwyżki, utrzymując stopy realne na ujemnym poziomie, co prowadzi do deprecjacji waluty i jedynie powolnej dezinflacji.
- **Scenariusz szokowy 2** to stylizowany scenariusz pokazujący możliwą reakcję gospodarki na znaczną eskalację ryzyk geopolitycznych. W takim scenariuszu wzmożony odpływ kapitału prowadzi do gwałtownego osłabienia waluty i spadku inwestycji, podczas gdy wysoka inflacja obniża realne dochody i prowadzi do spadku konsumpcji. W takim scenariuszu bank centralny reaguje początkowo większymi podwyżkami stóp procentowych w celu ustabilizowania kursu, a następnie znacznymi obniżkami stóp procentowych w celu pobudzenia wzrostu.

Tabela 5. Przykładowe scenariusze szokowe

	Scenariusz bazowy				Scenariusz szokowy 1		Scenariusz szokowy 2			
	2022	2023P	2024P	2025P	Niskie prwdop.		Bardzo niskie prwdop.			
	2022	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2022	2023P	2024P	2025P
Wskaźniki makroekonomiczne										
Wzrost PKB (%)	4,9	0,6	3,6	3,4	-1,7	0,9	4,9	-3,0	-0,6	2,5
Konsumpcja indywidualna % r/r	3,5	-0,8	2,2	2,9	-1,6	1,2	3,5	-2,7	0,5	2,6
Inflacja (% r/r; średnia)	14,3	13,6	6,0	3,5	15,6	10,0	14,3	19,8	13,0	4,8
Inflacja (% r/r; koniec okresu)	17,4	8,6	5,1	3,0	12,0	8,0	17,4	17,0	9,0	2,5
Stopa referencyjna NBP (%; średnia)	5,4	6,8	5,9	4,5	8,7	7,9	5,4	10,7	5,1	3,3
Stopa referencyjna NBP (%; koniec okresu)	6,8	6,8	5,3	4,3	9,5	6,5	6,8	11,3	3,3	3,3
Stopa lombardowa, (%; koniec okresu)	7,3	7,3	5,8	4,8	10,0	7,0	7,3	11,8	3,8	3,8
WIG20 (koniec okresu)	1730	1801	1972	2112	1531	1814	1626	1351	1736	1859
WIG (koniec okresu)	55700	58000	63500	68000	49300	58420	55700	43500	55880	59840
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,3	5,9	6,5	6,1	6,7	7,9	5,3	7,0	9,3	8,6
Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce (%; r/r)	12,5	12,2	7,7	5,7	10,0	8,8	12,5	11,2	9,7	6,5
Ceny nieruchomości (hedoniczny indeks NBP, %)	13,8	-2,2	-1,9	1,0	-5,2	-2,7	13,4	-7,9	-5,5	1,0
Polityka fiskalna										
Fiscal Balance / GDP (%)	-3,0	-5,5	-4,2	-4,0	-7,3	-7,8	-3,0	-9,1	-10,4	-9,4
General government debt / GDP (%)	49,8	49,9	49,9	50,3	53,0	54,6	49,8	55,6	58,2	62,5
Rynki finansowe										
WIBOR ON (%; średnia)	5,36	6,75	5,85	4,50	8,71	7,88	5,36	10,67	5,06	3,25
WIBOR 1M (%; średnia)	5,80	6,90	5,92	4,59	8,96	7,87	5,80	10,75	4,92	3,37
WIBOR 3M (%; średnia)	6,20	6,96	5,92	4,60	9,21	7,79	6,20	10,95	4,75	3,42
WIBOR 6M (%; średnia)	6,46	7,03	5,79	4,56	9,58	7,49	6,46	10,78	4,33	3,42
WIBOR 12M (%; średnia)	6,60	6,93	5,48	4,48	9,43	7,00	6,60	9,35	3,98	3,29
Rentowność obligacji 2-letnich (%; średnia)	6,54	6,83	5,70	4,28	9,97	8,14	6,54	11,90	5,73	3,39
Rentowność obligacji 3-letnich (%; średnia)	6,52	6,92	5,82	4,55	10,03	8,12	6,52	11,69	5,81	3,54
Rentowność obligacji 5-letnich (%; średnia)	6,49	6,93	6,23	5,49	9,94	8,08	6,49	11,87	6,39	3,99
Rentowność obligacji 10-letnich (%; średnia)	6,19	6,81	6,28	5,78	9,77	7,92	6,19	11,75	7,20	4,51
FX PLN/USD (średnia)	4,48	4,41	4,25	4,24	4,99	4,47	4,48	5,75	5,12	4,57
FX PLN/EUR (średnia)	4,69	4,78	4,75	4,75	5,43	5,01	4,69	6,26	5,72	5,12
FX PLN/CHF (średnia)	4,70	4,64	4,67	4,64	5,27	4,92	4,70	6,07	5,62	5,00
Swap 2-letni (%; średnia)	6,61	6,66	5,60	4,28	9,57	7,74	6,61	11,30	5,33	3,19
Swap 3-letni (%; średnia)	6,30	6,43	5,47	4,35	9,13	7,32	6,30	10,39	4,81	2,84
Swap 5-letni (%; średnia)	5,92	6,07	5,43	5,19	8,74	7,08	5,92	10,07	4,89	2,99
Swap 10-letni (%; średnia)	5,66	6,09	5,58	5,38	8,57	6,92	5,66	9,75	5,40	3,31

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics, Bloomberg, GUS, NBP

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

Maciej Bącal

Stażysta

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

piotr.kalisz@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 sporządzenia 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 jedynego 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.
