

# CitiMonthly

## Silny początek 2022

Piotr Kalisz, CFA  
Cezary Chrapek, CFA

Luty 2022

[www.citihandlowy.pl](http://www.citihandlowy.pl)  
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

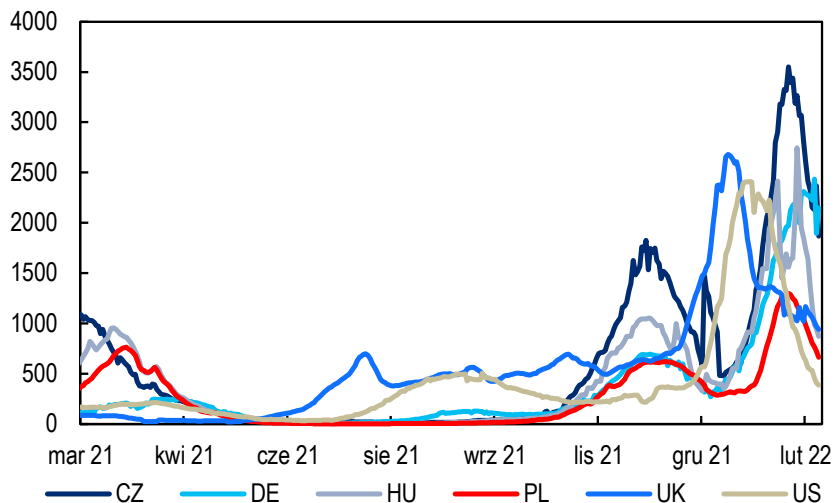
The logo for Citi Handlowy, featuring the word "citi" in a lowercase sans-serif font with a red arc above the "i", followed by "handlowy" in a lowercase sans-serif font with a registered trademark symbol (®) to its upper right.

# Podsumowanie

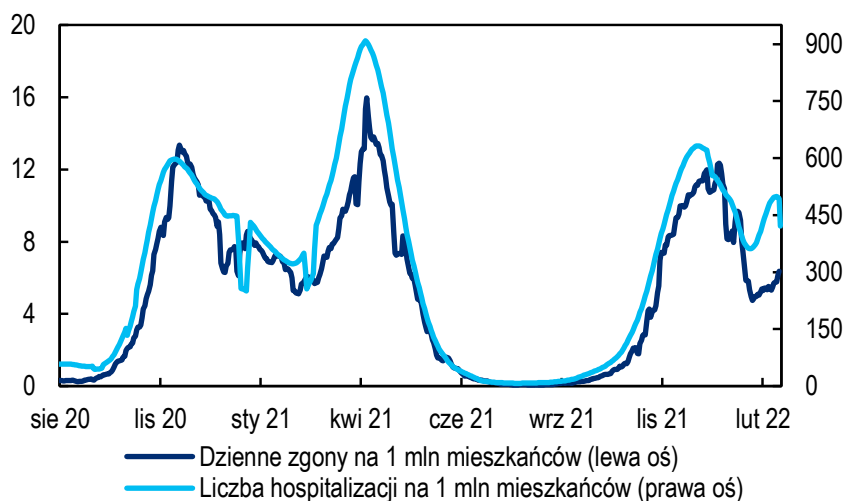
- Gospodarka wchodzi w 2022 rok rozpędzona, jednak podwyższone ceny energii i żywności mogą zaciążyć na konsumpcji w I kwartale.
- Wzrost płac w styczniu okazał się słabszy od oczekiwań, ale rozbieżność danych sugeruje, że mogło to być związane z przesunięciami wypłat ze stycznia na grudzień w związku z wejściem w życie Polskiego Ładu. Średni wzrost wynagrodzeń za ostatnie dwa miesiące przekroczył lekko 10% i ta liczba prawdopodobnie dobrze określa temperaturę rynku pracy.
- Inflacja wzrosła w styczniu mniej niż prognozowano, ale nie zmienia to ogólnego obrazu. Ceny rosną w tempie zbliżonym do 10%, a po wyeliminowaniu energii, paliw i żywności wzrosty wynoszą około 6%. Dane odsezonowane pokazują również, że presja cenowa zyskała na sile na przełomie roku.
- Bank centralny porzucił dotychczasową łagodną retorykę i deklaruje zdecydowaną gotowość do walki z inflacją. Prezes NBP zasugerował, że podwyżki do około 4% nie zaszkodziłyby gospodarce. Jest to zgodne z naszą prognozą zakładającą wzrost stóp do 4,25% w II kwartale br.
- Złoty otrzymał „werbalne” wsparcie ze strony banku centralnego. Szef NBP wyraźnie kilkakrotnie sygnalizował, że bank chciałby zobaczyć silniejszego złotego, gdyż pomogłoby to obniżyć inflację. Co więcej, A. Glapiński zasugerował, że napływające do Polski fundusze z UE mogłyby być wymieniane bezpośrednio na rynku, a nie w NBP.

# COVID

Nowe przypadki na 1 mln mieszkańców (7DMA)



Hospitalizacje i zgony (7DMA)



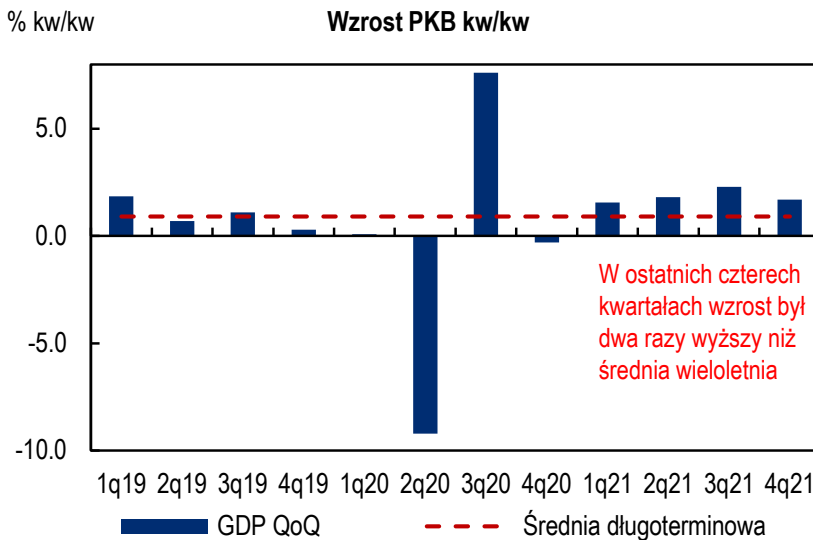
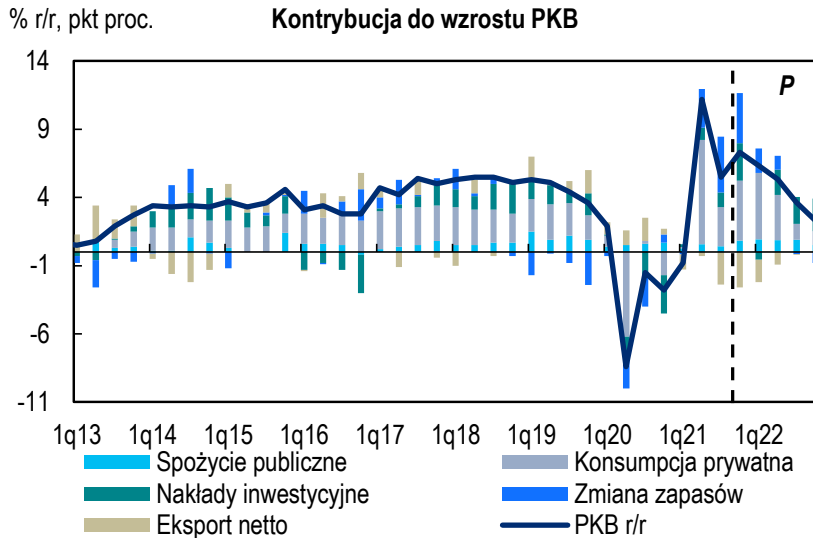
## Fala wygasa?

- Dane z ostatnich tygodni pokazują szybki spadek nowych potwierdzonych zakażeń COVID. Szczyt piątej fali był zdecydowanie wyżej niż szczyty poprzednich fal, jednak nie doprowadził do przeciążenia systemu ochrony zdrowia.
- Efekty pandemii będą się jednak wciąż ujawniać w danych o liczbie zgonów związanych z COVID. Liczba ta rośnie od końca stycznia, choć wciąż jest niższa niż w grudniu.
- Z punktu widzenia gospodarki pandemia już od dłuższego czasu nie ma istotnego wpływu na zagregowane dane. Zarówno produkcja, jak i PKB wydają się rosnąć niemal niezależnie od kolejnych fal COVID.

tys. Liczba osób na kwarantannie



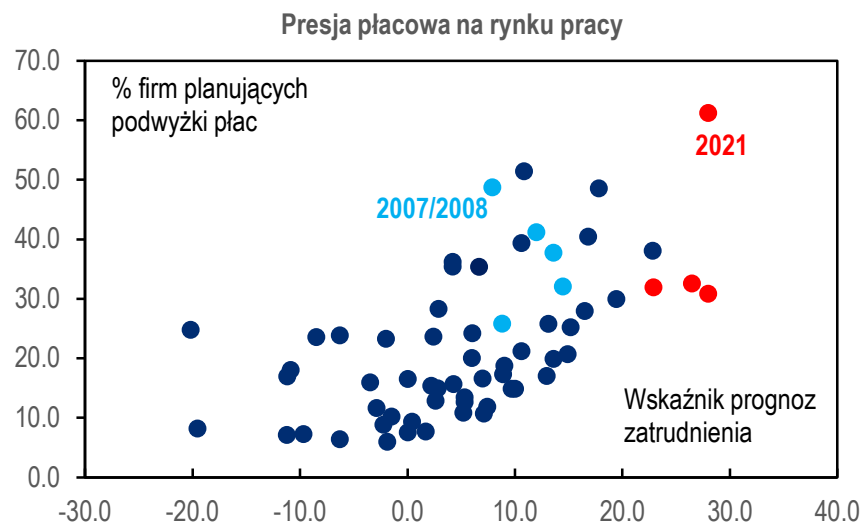
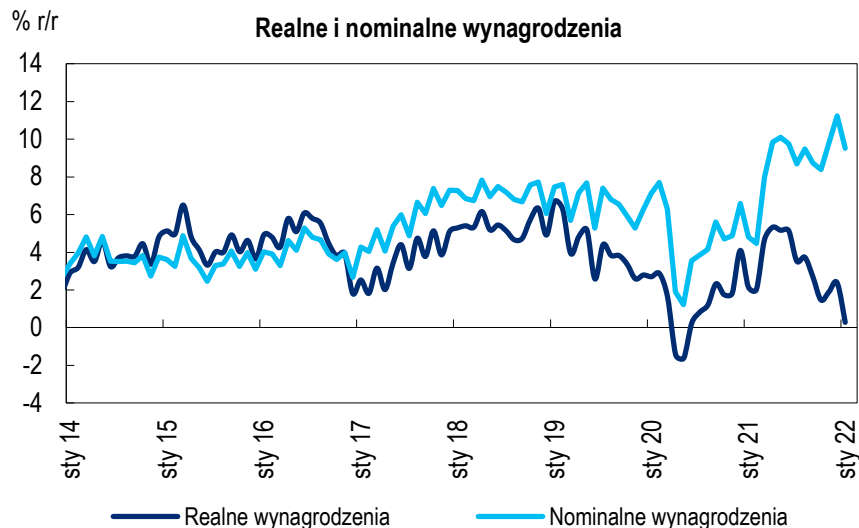
# Ożywienie silniejsze od prognoz



## Spodziewamy się około 4,4% wzrostu w 2022

- Najnowsze dane GUS potwierdzają, że koniec 2021 r. minął pod znakiem bardzo silnej dynamiki PKB, znacznie przekraczającej oczekiwania sprzed kilku miesięcy.
- W porównaniu z poprzednim kwartałem PKB wzrósł w IV kw. o imponujące 1,7%, a w ujęciu rocznym o 7,3% r/r. W zagregowanych danych trudno doszukiwać się widocznego wpływu pandemii lub zaburzeń łańcuchów dostaw. Jeżeli miały one znaczny wpływ na aktywność, to i tak zostały zniwelowane przez inne czynniki.
- Pod względem wzrostu bardzo interesujący może okazać się początek 2022 roku. Podwyżki cen energii w IV kw. ub.r. i w I kw. br. będą negatywnie wpływać na realne dochody gospodarstw domowych. Co prawda wyższa inflacja przekłada się na żądania płacowe, jednak nie jest to wystarczający efekt aby w pełni złagodzić szok energetyczny.
- Nasze szacunki sugerują, że każde 1 pp szoku cenowego może obniżyć konsumpcję o około 0,3pp. Biorąc pod uwagę skalę podwyżek cen energii, na początku roku scenariusz osłabienia dynamiki PKB (w ujęciu kw/kw) jest bardzo prawdopodobny.
- Spoglądając na dane w ujęciu rok-do-roku, 2022 będzie bardzo „nierównym” rokiem, z około 6% wzrostem w I kw. i około 2% wzrostem pod koniec roku. Średniorocznie PKB zwiększy się o ok. 4,4%.

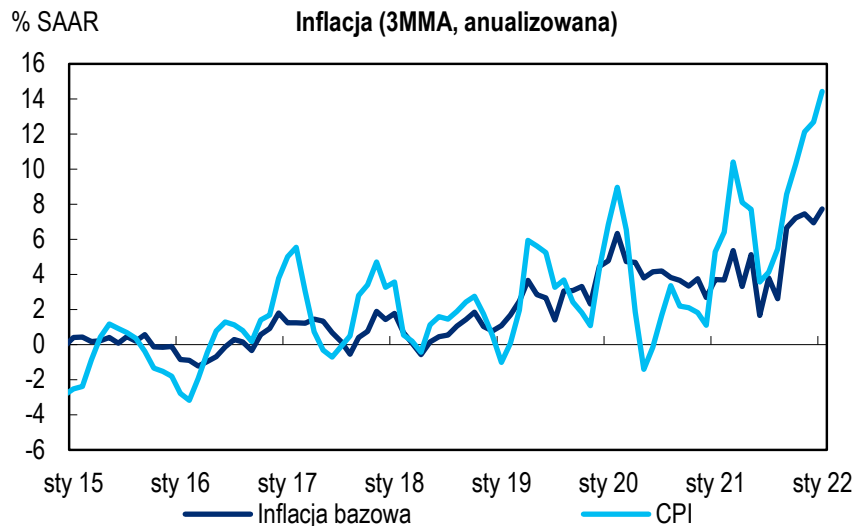
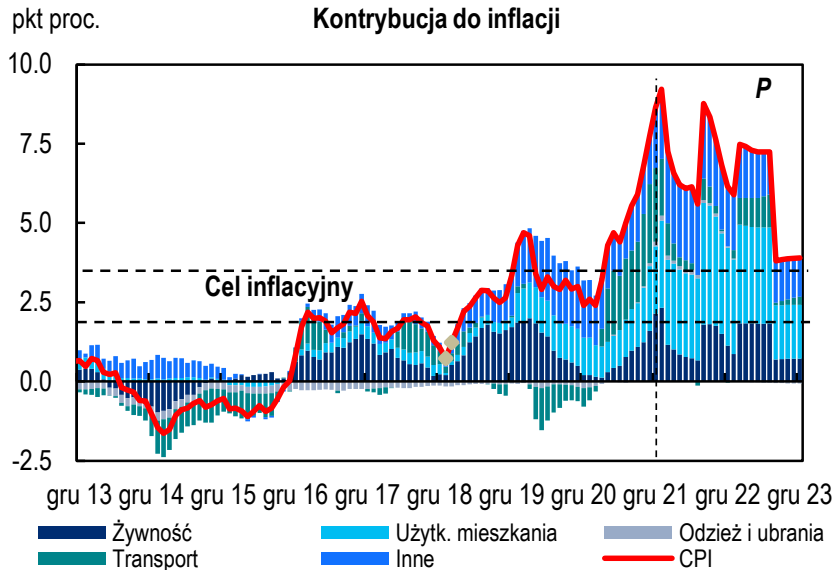
# Rynek pracy i produkcja



## Silny początek 2022 roku

- Przeciętne wynagrodzenia wzrosły w styczniu o 9,5%, wobec 11,2% r/r. Słabszy wynik można prawdopodobnie częściowo przypisać przesunięciom wypłat na grudzień w związku z wejściem w życie Polskiego Ładu. Średni wzrost wynagrodzeń za ostatnie dwa miesiące przekroczył lekko 10% i dobrze określa temperaturę rynku pracy.
- Zarówno dane miesięczne o płacach, jaki i wynik z kwartalnej ankiety NBP wskazują, że presja płacowa narasta. Rośnie liczba firm planujących podwyżki wynagrodzeń, a także przeciętna planowana skala podwyżek.
- Bardzo silny szok cenowy będzie obniżał dynamikę wynagrodzeń realnych. Oczekujemy, że realne tempo wzrostu płac będzie zauważalnie niższe niż rok wcześniej, ale wciąż dodatnie (ok. 1,5% w 2022 roku vs. 3,3% w 2021).
- Dane o produkcji w styczniu zaskoczyły pozytywnie – produkcja wzrosła o 19,2% r/r i 4,2% m/m (po skorygowaniu o efekty sezonowe). Podobnie jak w poprzednich miesiącach bardzo silnym motorem wzrostu była produkcja energii na eksport. Na uwagę zasługuje jednak również ponad 15% wzrost w przetwórstwie.
- Dane wskazują, że silna aktywność w przemyśle częściowo kompensuje negatywny wpływ szoku energetycznego na konsumpcję.

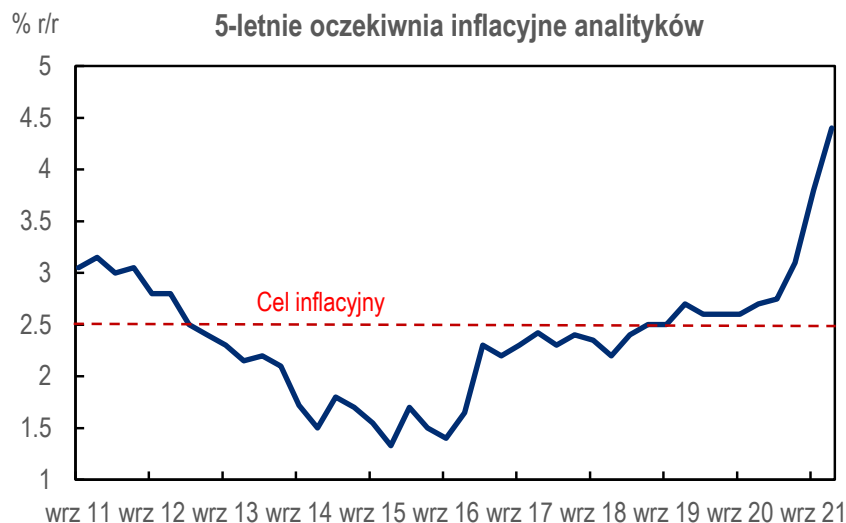
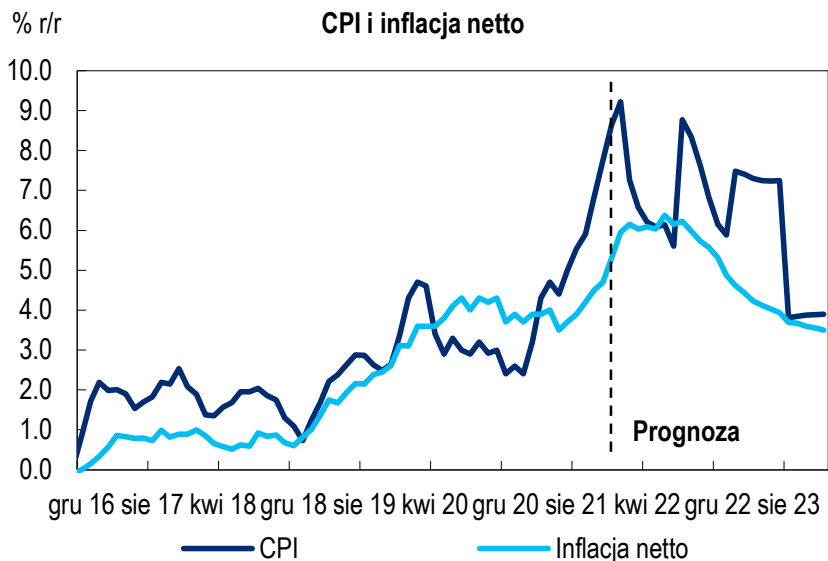
# Szczyt inflacyjny za nami?



## Inflacja rośnie mniej niż oczekiwano

- W styczniu inflacja ponownie wyraźnie wzrosła, osiągając poziom 9,2% r/r, wobec 8,6% w grudniu. Tym razem jednak dynamika cen była przynajmniej niższa od prognoz, co samo w sobie wydaje się osiągnięciem po pół roku systematycznych niespodzianek górę.
- Ponieważ pełne rozbięcie danych na poszczególne kategorie zostanie opublikowane dopiero za miesiąc (po corocznej zmianie koszyka inflacyjnego), na tym etapie możemy posługiwać się tylko częściowymi informacjami. Niemniej na ich podstawie widać, że niższa od prognoz inflacja to niemal wyłącznie efekt niższej dynamiki cen nośników energii oraz paliw. Pozostałe kategorie były bardzo bliskie naszym szacunkom, a w niektórych przypadkach nieco wyższe (żywność, alkohol i tytoń).
- W styczniu inflacja prawdopodobnie odnotowała swoje maksimum i w kolejnych miesiącach powinna się obniżyć za sprawą znacznego cięcia podatków pośrednich (efekt tzw. tarcz antyinflacyjnych). Mimo spodziewanych spadków problem inflacyjny nie znika, a co najwyżej jest nieco przysłonięty. Na przykład styczniowe dane sugerują, że inflacja bazowa (po wykluczeniu cen żywności i energii) wzrosła do ok. 6%. Wzrosty miesięczne inflacji bazowej z ostatnich trzech miesięcy – jeżeli by się utrzymały - doprowadziłyby do wzrostu cen bazowych o 7,7% r/r.

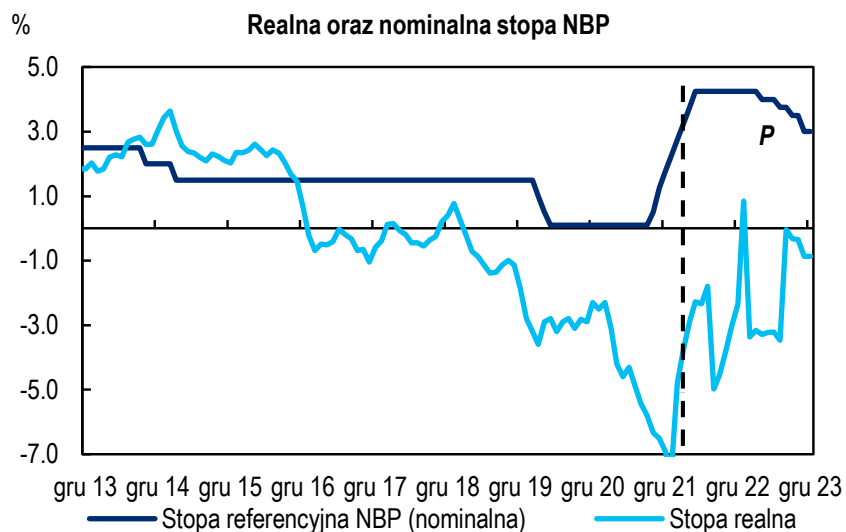
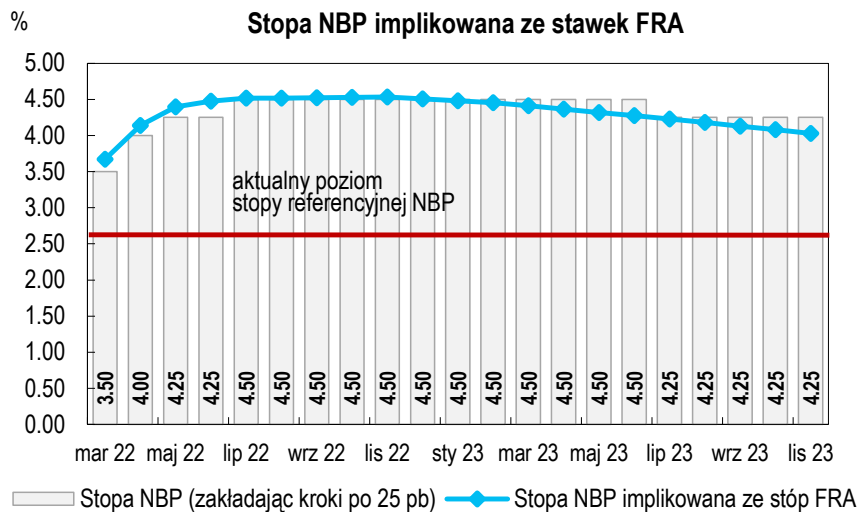
# Długi powrót do celu



## Inflacja powyżej celu również w 2023 r.

- Choć inflacja CPI odnotowała już szczyt, inflacja bazowa może w horyzoncie najbliższych kilku miesięcy jeszcze rosnąć. Spodziewamy się jednak, że od drugiej połowy roku również ona zacznie spadać. Dotychczasowe podwyżki stóp procentowych, silniejszy złoty oraz spowolnienie związane z szokiem energetycznym zaczną wówczas powoli wpływać na dynamikę cen.
- Po to, aby istotnie obniżyć inflację potrzeba będzie jeszcze dodatkowych podwyżek stóp procentowych oraz podtrzymania jastrzębiej retoryki RPP. Bez tych działań złoty mógłby być słabszy, a obniżanie inflacji trudniejsze.
- Nasza prognoza zakłada średnioroczną inflację na poziomie około 7% w całym 2022 roku oraz nieco poniżej 6% w 2023 r.
- Prognozy inflacyjne mogą zmienić się w zależności od działań po stronie fiskalnej/regulacyjnej. Gdyby np. tarcze inflacyjne zostały przedłużone i obowiązywały do końca roku, inflacja byłaby zapewne dodatkowo niższa o ponad 1 pp, a jej wzrost zostałby przesunięty na później. Z drugiej strony ogłoszona wypłata czternastych emerytur i większa skala indeksacji świadczeń będą utrudniać obniżenie CPI. Ponieważ sytuacja fiskalna pozostaje relatywnie dobra, nie można wykluczyć więcej podobnych działań w kolejnych miesiącach.

# Krok po kroku w górę



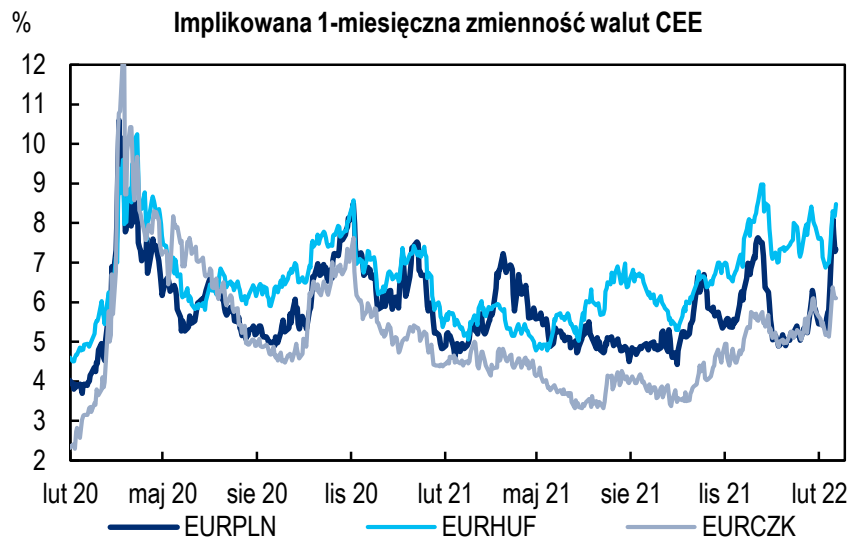
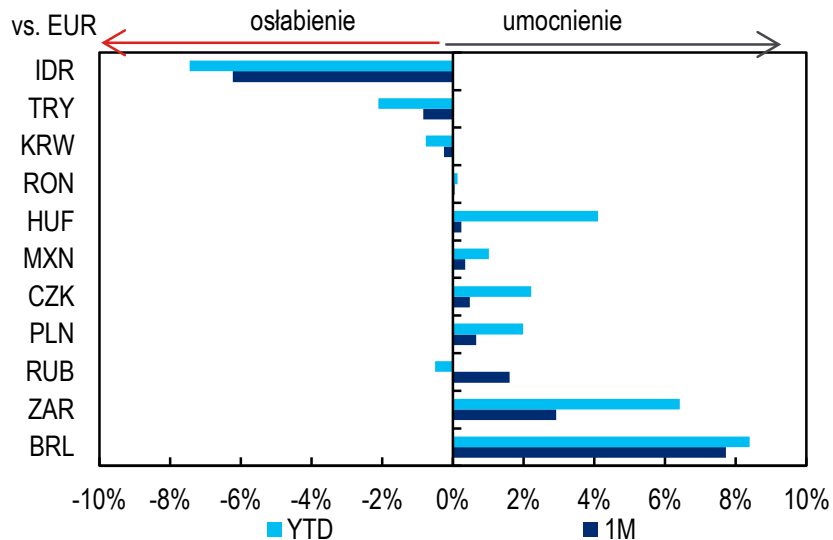
Źródło: Reuters, GUS, NBP, Citi Handlowy. \*wykres przedstawia oczekiwania rynkowe na podstawie stawek FRA

## Podwyżka o 50 pb

- W lutym Rada Polityki Pieniężnej (RPP) podniosła stopę referencyjną z 2,25% do 2,75%. Z punktu widzenia polityki monetarnej równie istotna co sama podwyżka, była zmiana w tonie komentarzy przedstawicieli NBP.
- Najważniejsze zmiany w komunikacji dotyczyły następujących kwestii: a) w ocenie prezesa NBP bezpieczny docelowy poziom stóp to obecnie nawet 4% (wobec 3% miesiąc wcześniej); b) inflacja stała w centrum komentarzy prezesa Glapińskiego (wcześniej retoryka walki z inflacją była zmiękczana odwołaniami do rynku pracy); c) RPP jasno zasygnalizowała, że chce zobaczyć silniejszego złotego; 4) przesłanie o aprecjacji PLN było wzmacniane wzmianką o możliwości przewalutowania środków z UE na rynku.
- Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobny scenariusz zakłada, że w marcu dojdzie do kolejnej podwyżki o 50 pb (do 3,25%). Ostatecznie stopa referencyjna może sięgnąć 4,25%, choć biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą sytuacji gospodarczej dostrzegamy tutaj wiele możliwych scenariuszy.
- Na razie jedno jest jasne – jest zdecydowanie za wcześnie aby mówić o końcu podwyżek stóp. Na rozważania na temat ewentualnego końca zacieśnienia monetarnego przyjdzie czas dopiero gdy pojawią się sygnały stabilizacji inflacji bazowej i słabnięcia presji płacowej.



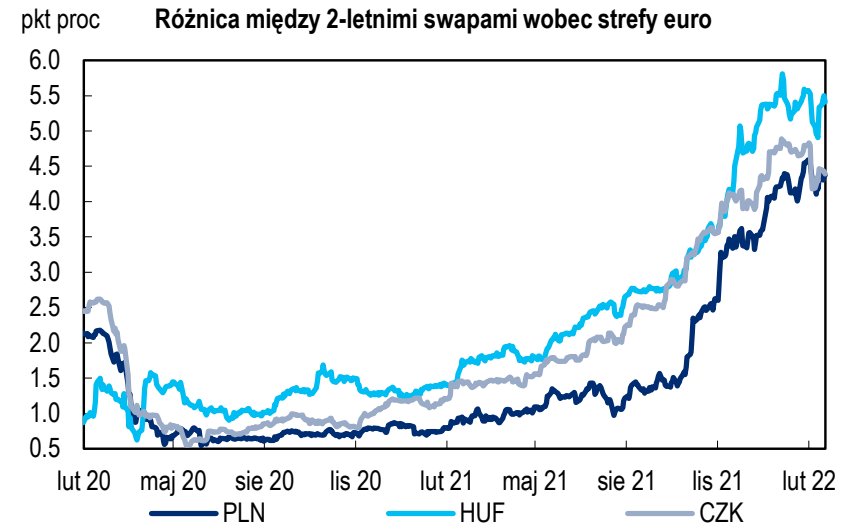
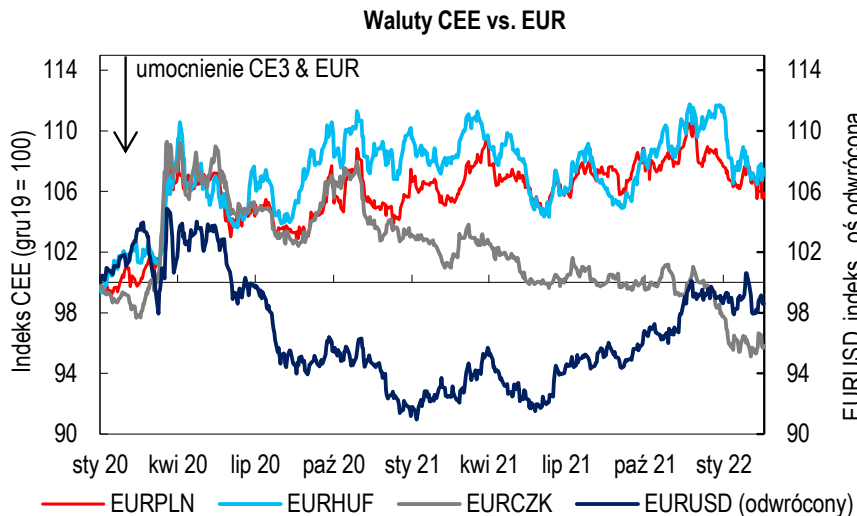
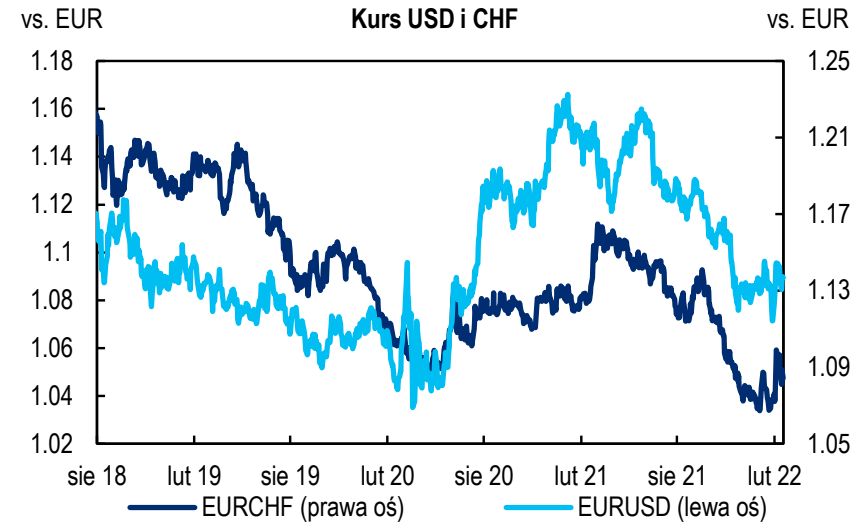
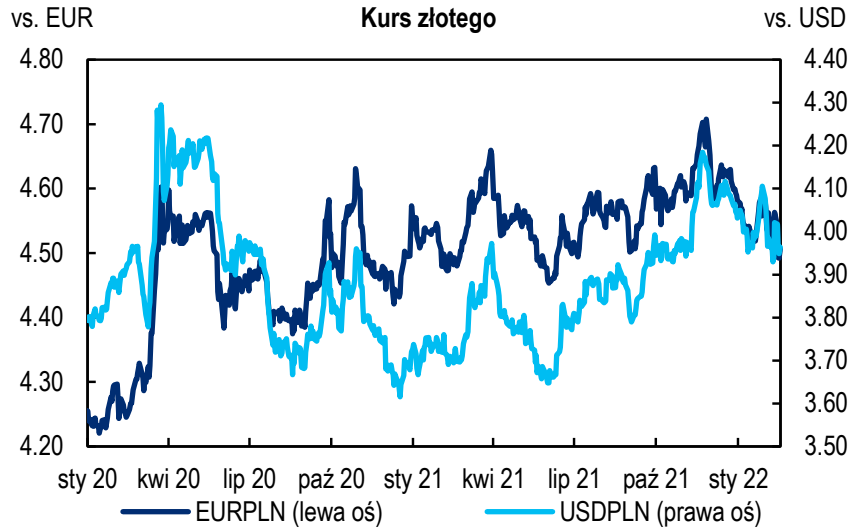
# Rynek walutowy



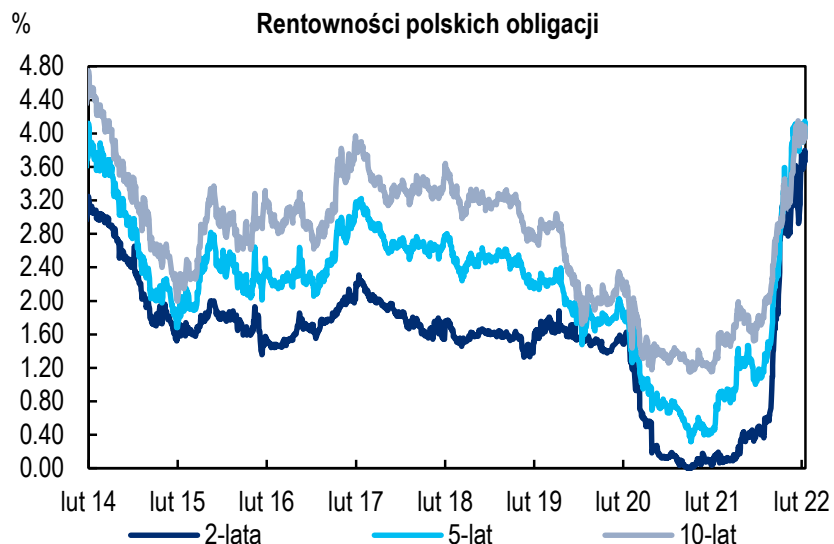
## Rynek walutowy pod wpływem RPP i geopolityki

- W ostatnim miesiącu złoty nieznacznie się umocnił, czemu sprzyjała jastrzębia retoryka NBP. Jednocześnie wyraźnie wzrosła zmienność kursu FX. Wpływ na waluty regionu miały m.in. zmiany oczekiwań co do dalszego rozwoju sytuacji geopolitycznej.
- W perspektywie kilku miesięcy - przy założeniu uspokojenia sytuacji geopolitycznej - zakładamy spadek zmienności i umocnienie złotego. Oczekujemy dalszych podwyżek stóp procentowych i rozszerzenia spreadu wobec strefy euro. Korzystnie na złotego będzie działać także oczekiwane umocnienie euro do dolara wobec bardziej restrykcyjnej polityki EBC.
- Znacznie większy deficyt na rachunku obrotów bieżących w grudniu nie zaszkodził złotemu, a w kolejnych miesiącach deficyt może być już niższy za sprawą zakładanego wyhamowania wzrostu gospodarczego i spadku cen surowców w II poł. r.
- TSUE uznał mechanizm warunkowości wiążący wypłatę środków UE z praworządnością za zgodny z prawem, co otwiera drogę Komisji Europejskiej do zablokowania transferów środków UE. Odroczenie rozprawy TK w sprawie wyroków TSUE i projekty ustaw przewidujące zmiany w Izbie Dyscyplinarnej mogą ograniczać ryzyko blokady środków.

# Rynek walutowy



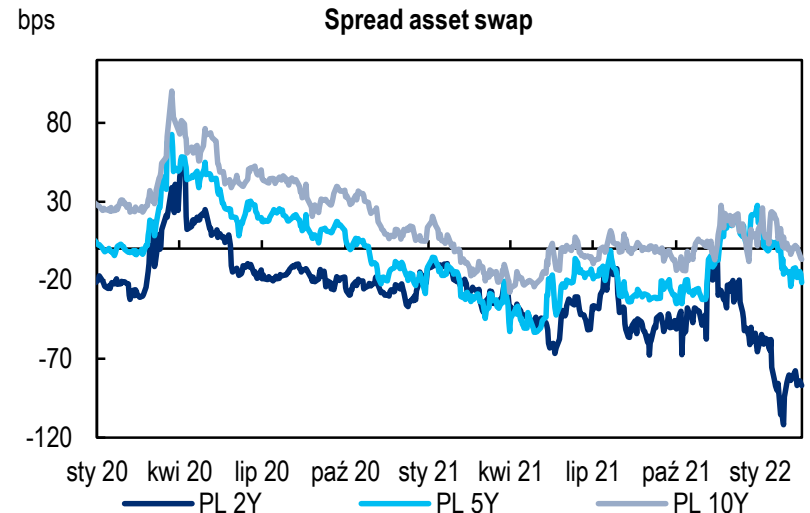
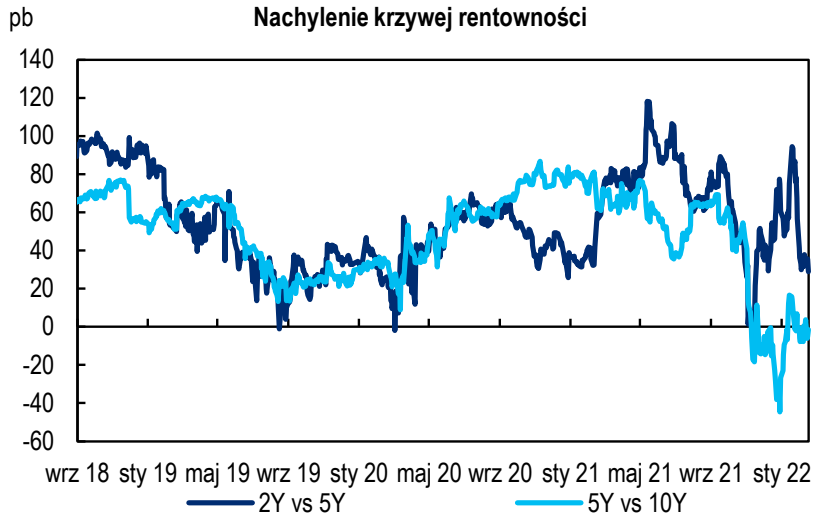
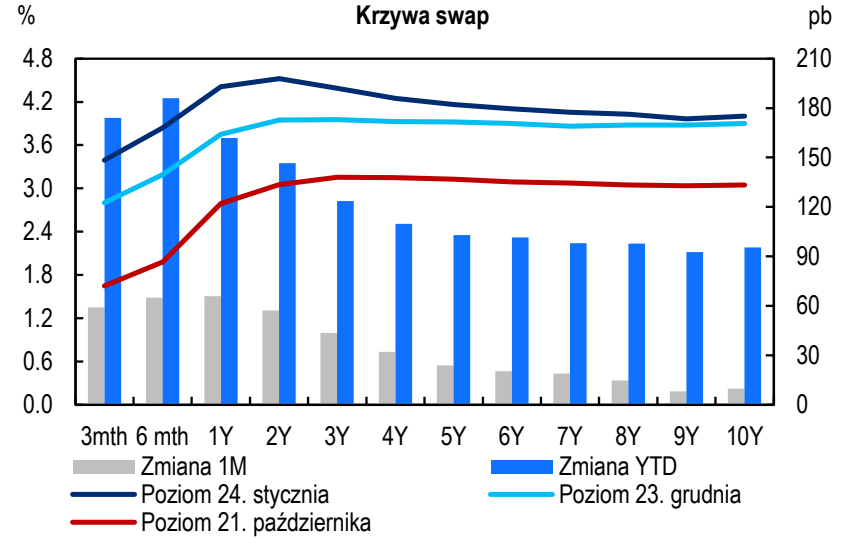
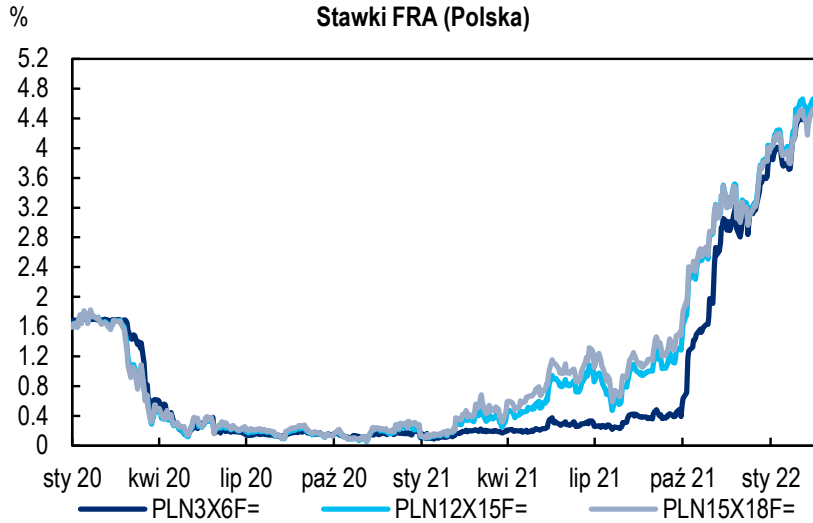
# Rynek stopy procentowej



## Wyższe stopy i wystromienie krzywych

- W ostatnich tygodniach doszło do wypłaszczenia krzywych swap i obligacji. Na krótkim końcu krzywej doszło do wzrostów stawek swap i rentowności obligacji o ok. 50-60 pb, a długoterminowe rentowności obniżyły się o ok. 20 pb.
- Spadki długoterminowych rentowności to głównie efekt spadku spreadu asset swap o ok. 25-30 pb. Sprzyja temu wysokie zaangażowanie finansowania potrzeb pożyczkowych (ok. 50%) przy lepszym od wcześniejszych założeniach wyniku budżetu za ubiegły rok (deficyt ok. 26 mld zł).
- Spready obligacji wobec rynków bazowych obniżyły się o ok. 30-50 pb, ale wciąż pozostają na najwyższych poziomach od lat. W najbliższym czasie spodziewamy się, spadku rentowności na bazowych rynkach długu, co może sprzyjać także niższym rentownościom polskich obligacji, ale przy ponownym wzroście spreadu.
- Na razie trudno jest ocenić, czy wysokie spready doprowadzą do zwiększonego napływu inwestorów zagranicznych, których zaangażowanie obniżyło się w grudniu o ok. 1 mld zł, a w całym roku o ok. 9 mld zł.
- W kierunku niższych rentowności w najbliższych miesiącach będzie działać stopniowy spadek inflacji.

# Rynek stopy procentowej



# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2021												2022
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
<b>Strefa realna</b>													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	0,7	2,5	18,6	44,2	29,7	18,1	9,5	13,0	8,7	7,6	15,2	16,7	19,2
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-5,4	4,0	18,2	-9,4	-0,9	3,8	-4,2	-2,7	10,9	2,1	5,3	-2,3	-3,0
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	0,5	2,5	20,6	50,2	32,2	19,2	9,4	13,1	7,8	5,3	13,0	3,2	15,6
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-10,1	-16,9	-10,8	-4,2	4,7	4,5	3,2	10,2	4,2	4,1	12,7	3,1	--
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-6,0	-3,1	15,2	21,1	13,9	8,6	3,9	5,4	5,1	6,9	12,1	8,0	--
Stopa bezrobocia (%)	6,5	6,6	6,4	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,4	5,4	--
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-2,0	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5	0,7	0,5	2,3
<b>Ceny</b>													
Inflacja (% r/r)	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6	9,2
Inflacja (% m/m)	1,3	0,5	1,0	0,8	0,3	0,1	0,4	0,3	0,7	1,1	1,0	0,9	1,9
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	1,0	2,2	4,2	5,5	6,6	7,2	8,4	9,6	10,3	12,0	13,6	14,2	14,8
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	1,0	1,0	1,6	0,7	0,9	0,9	1,5	0,7	0,9	2,0	1,4	0,8	1,3
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	4,8	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4	9,8	11,2	9,5
<b>Przepływy zagraniczne</b>													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	2.034	652	71	1.582	-38	-494	-1.362	-1.530	-651	-856	-628	-3.957	--
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	2,8	2,7	2,7	2,8	2,6	1,8	1,5	1,1	0,7	0,2	-0,1	-0,9	--
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	1286	736	694	1463	221	515	-837	-1272	-77	-218	-242	-2535	--
Eksport f.o.b. (mln EUR)	20089	21428	24703	23174	22739	23791	22258	21540	24645	25700	27414	24109	--
Eksport (% r/r)	1,0	5,6	27,7	66,6	41,4	23,4	12,0	18,1	12,7	9,7	16,3	19,4	--
Import f.o.b. (mln EUR)	18803	20692	24009	21711	22518	23276	23095	22812	24722	25918	27656	26644	--
Import (% r/r)	-3,7	6,0	23,6	55,6	52,7	36,6	20,8	30,7	21,8	20,9	29,5	35,9	--

# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2021												2022
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
<b>Strefa monetarna</b>													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	16,8	16,3	14,4	11,2	9,0	7,4	8,8	9,1	8,6	8,6	10,1	8,9	--
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10,8	10,8	10,1	9,4	6,9	6,4	6,7	7,0	6,9	6,8	8,0	7,1	--
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	20,1	21,2	20,4	15,2	10,6	4,8	7,6	7,9	6,9	7,8	11,1	10,3	--
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2,1	1,4	1,1	1,4	2,4	2,9	4,0	4,2	4,3	4,4	5,5	4,8	--
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-5,0	-5,2	-8,4	-7,5	-5,2	-4,7	-1,9	-1,5	-0,2	0,9	1,5	4,2	--
<b>Rynki finansowe</b>													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50	1,25	1,75	2,25
WIBOR 3M (średnio)	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,22	0,23	0,49	1,40	2,30	2,78
WIBOR 3M (koniec okresu)	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,23	0,23	0,74	2,06	2,54	3,02
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	0,01	-0,01	0,04	-0,01	0,09	0,08	0,02	0,01	0,16	1,54	2,10	3,47	3,60
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	0,06	0,16	0,09	0,11	0,31	0,39	0,45	0,49	0,82	2,07	2,84	3,35	3,70
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	0,46	0,88	0,84	0,95	1,28	1,28	1,08	1,20	1,57	2,41	3,20	3,99	4,12
EUR/PLN (koniec okresu)	4,54	4,52	4,66	4,57	4,48	4,52	4,57	4,54	4,63	4,62	4,68	4,60	4,60
USD/PLN (koniec okresu)	3,75	3,72	3,97	3,77	3,67	3,80	3,84	3,84	3,99	3,97	4,12	4,06	4,11
EUR/USD (koniec okresu)	1,21	1,21	1,17	1,21	1,22	1,19	1,19	1,18	1,16	1,16	1,14	1,13	1,12
<b>Wskaźniki fiskalne</b>													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-6,6	-0,9	3,4	-9,2	-9,4	-28,0	-35,3	-43,4	-47,6	-51,9	-50,4	26,3	--
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-6,1%	-0,8%	3,1%	-8,4%	-8,6%	-25,6%	-32,3%	-39,7%	-43,5%	-47,5%	-46,1%	24,1%	--

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, NBP, Citi Handlowy

# Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	673	746
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.596	2.895
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.646	19.591
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	5,4	5,2
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,7	4,4
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	8,0	7,6
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	4,8	4,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	4,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	11,6	9,3
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	17,8	11,4
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	6,1
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	7,1
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,6	9,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	3,6	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	4,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	4,45
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	3,60
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	3,96
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	3,98
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,47
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,51

# Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,4	-5,6	-4,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-1,0	-0,7
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	0,7
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	281,1	305,0
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	281,7	304,3
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	24,1	26,2
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-25,1	-27,2
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-3,8	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-2,6	-2,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	43,6	40,4

## Prognozy długoterminowe

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	5,7	4,4	3,3	4,0	3,5	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	5,1	7,1	5,7	3,3	2,5	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,0	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	0,4
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	1,75	4,25	3,00	2,50	2,50	2,75
USD/PLN (Koniec okresu)	4,06	3,85	3,96	3,78	3,52	3,35
USD/PLN (Średnia)	3,86	3,98	3,94	3,84	3,61	3,61
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,60	4,47	4,43	4,39	4,37	4,36
EUR/PLN (Średnia)	4,57	4,51	4,45	4,41	4,38	4,36





## Biuro Głównego Ekonomisty

**Piotr Kalisz, CFA**

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](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 pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań, by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

The logo for Citi Handlowy features the word "citi" in a blue, lowercase, sans-serif font. Above the letter "i" in "citi" is a red, semi-circular arc. To the right of "citi" is the word "handlowy" in a larger, blue, lowercase, sans-serif font. A registered trademark symbol (®) is positioned at the top right of the word "handlowy".

citi handlowy®

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.