

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciółek, CFA
Maciej Bącal
Marzec 2023

CitiMonthly

Czekając na odbicie

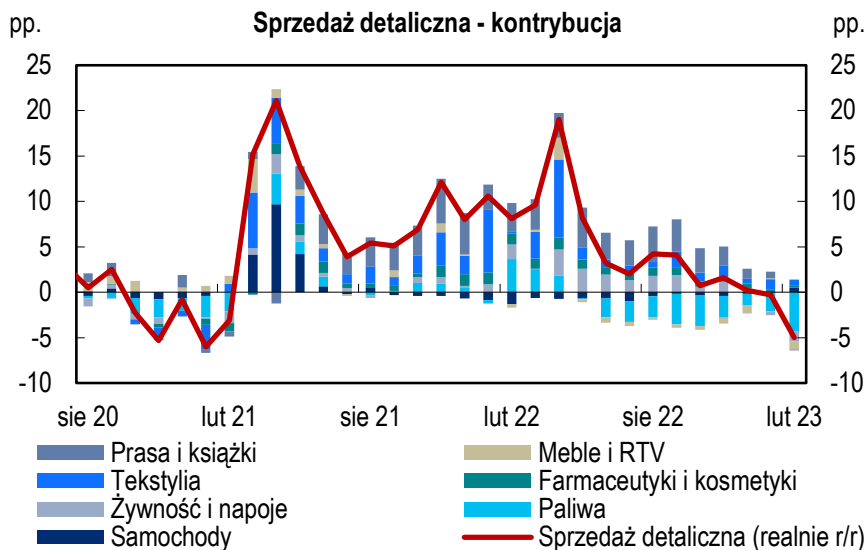
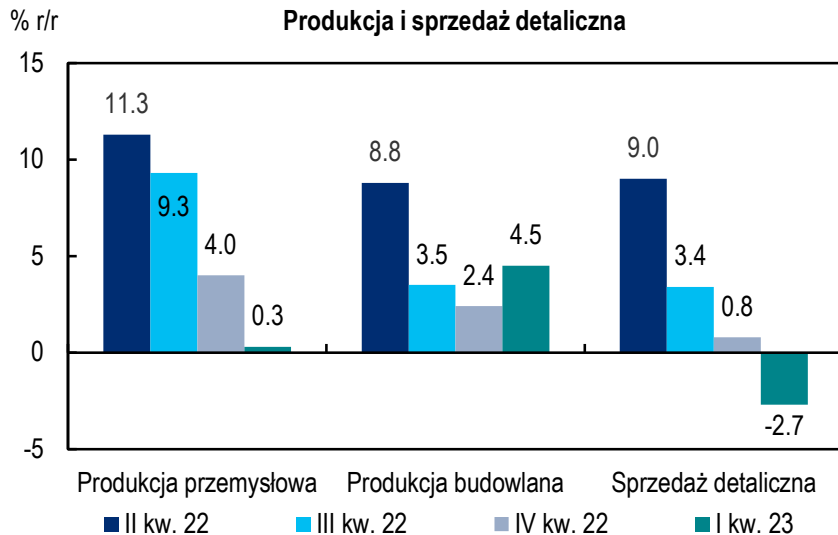
www.citihandlowy.pl
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

citi handlowy®

Podsumowanie

- Miesięczne dane z polskiej gospodarki sugerują spadek PKB na początku roku. Chociaż w dalszej części roku spodziewamy się silnego odbicia w ujęciu kwartał-do-kwartału, fakt ten nie będzie widoczny w całorocznym wzroście PKB. Silny negatywny „efekt przeniesienia” z 2022 roku (jeden z najniższych w UE) oznacza bowiem, że nawet przy wysokim wzroście kw/kw w całym roku gospodarka wzrośnie tylko minimalnie.
- Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że w 2023 roku wzrost PKB w Polsce wyniesie około 0,3% (vs. 1% oczekiwane miesiąc wcześniej).
- Pomimo silnego spowolnienia, stopa bezrobocia utrzymuje się na bardzo niskim poziomie, a dynamika płac nie słabnie. Dwucyfrowe wzrosty wynagrodzeń (w ujęciu annualizowanym) notowane są w ponad połowie sekcji sektora przedsiębiorstw.
- Inflacja utrzymuje się na wysokim poziomie. Od marca roczny wskaźnik CPI powinien zacząć szybko spadać, ale będzie to głównie zasługa efektów statystycznych. Dezinflacja w przypadku wskaźnika m/m będzie zdecydowanie słabsza.
- Rynek FRA wycenia możliwość cięcia stóp procentowych NBP o około 75 pb w tym roku, w tym pierwszą obniżkę już w połowie roku. Zawirowania na rynkach finansowych zwiększają niepewność dotyczącą przyszłych decyzji RPP. Niemniej biorąc pod uwagę wypowiedzi samych członków RPP oraz perspektywy inflacji, naszym zdaniem w tym momencie mało prawdopodobny jest scenariusz, w którym RPP obniżyłaby stopy więcej niż wycenia rynek.

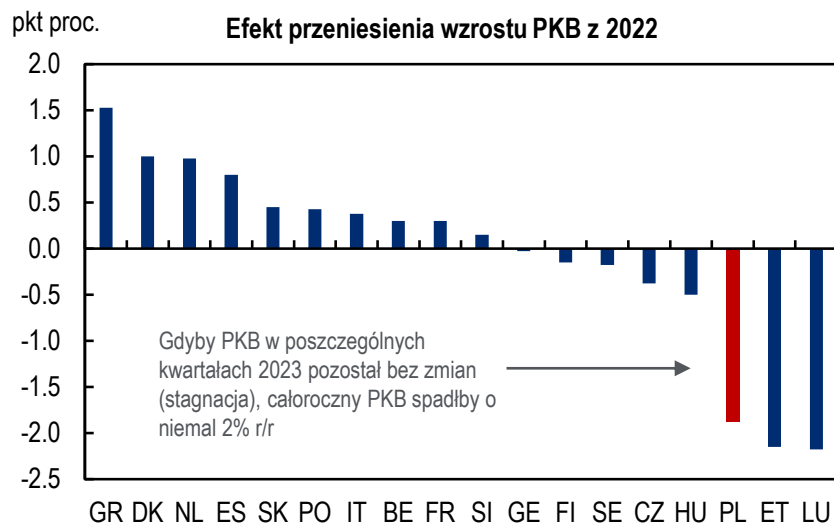
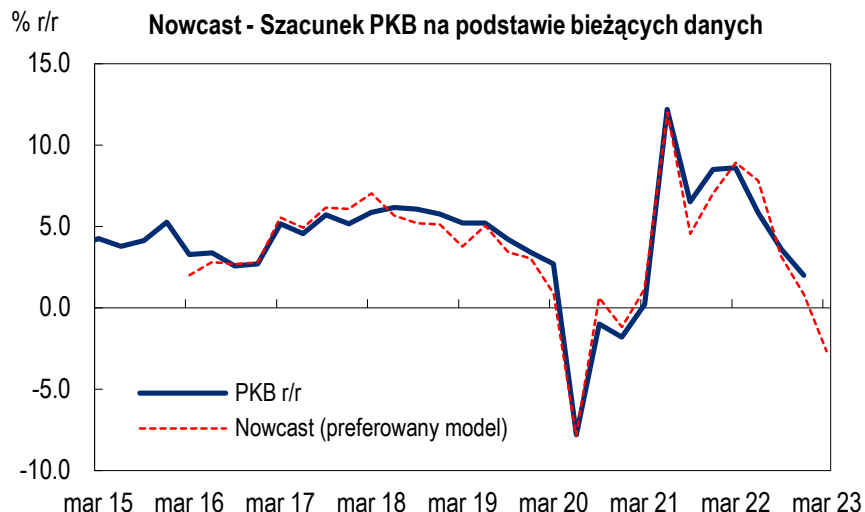
Słaby początek roku



Konsumpcja słabnie

- Dane o aktywności ekonomicznej w lutym wskazują na dalsze hamowanie gospodarki w I kw. 2023 roku. Popyt konsumpcyjny jest wciąż pod presją spadających realnych dochodów (tj. dochodów skorygowanych o inflację).
- Spadek realnej sprzedaży detalicznej w lutym o 5% r/r okazał się głębszy niż sugerowałby dotychczasowy trend. Odczyt był obciążony silnymi efektami statystycznymi, związanymi z mniejszą liczbą dni roboczych oraz zakupami dokonywanymi w związku z wybuchem wojny w Ukrainie w lutym ubiegłego roku. Nie zmienia to faktu, że odczyt był znacznie słabszy od prognoz.
- Efekty bazy w dużym stopniu tłumaczy niższa sprzedaż paliw niż przed rokiem, jednak nie jest ona dostatecznym wyjaśnieniem dla silnych zmian w sprzedaży żywności. Przepuszczamy, że silne zmiany cen produktów spożywczych mogły przełożyć się na zmianę zwyczajów zakupowych konsumentów (wzrost udziału targowisk i sklepów nie ujętych w statystyce).
- Produkcja przemysłowa również zaskoczyła negatywnie spadając o 1,2% r/r w lutym. W ostatnim czasie dane są obciążone mocno wahliwą kategorią produkcji energii, która przyczyniła się do rewizji danych za styczeń z +2,6% r/r do +1,8%. Zakładamy, że dynamika produkcji przemysłowej zacznie poprawiać się po kwietniu.

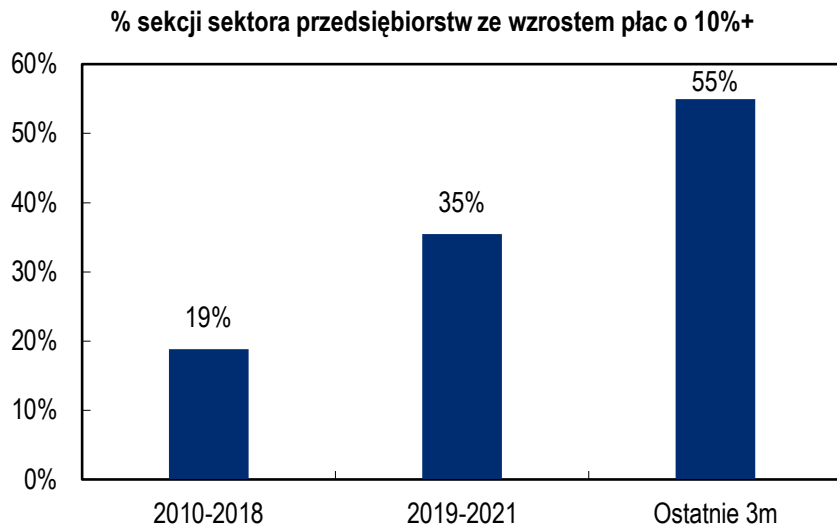
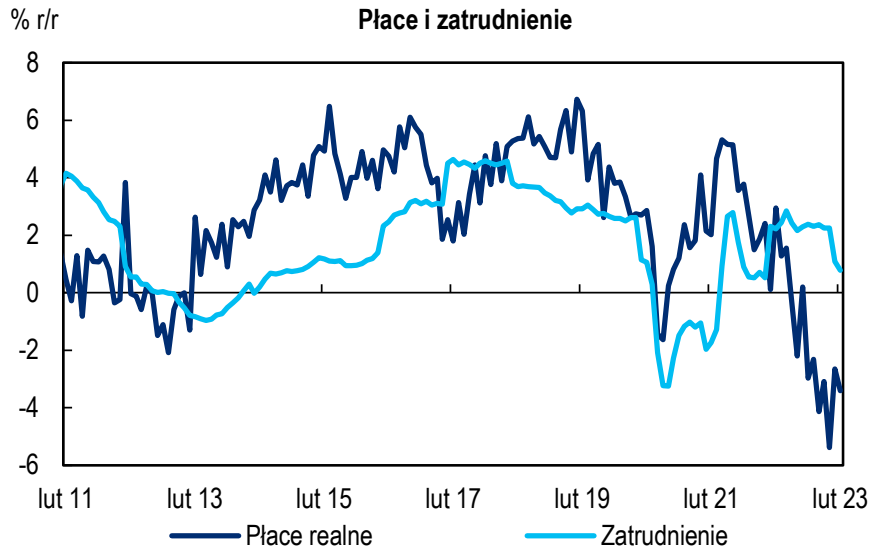
Minimalny wzrost PKB



Słabość z 2022 roku przenosi się na wyniki 2023

- Dane miesięczne sugerują, że PKB ponownie obniżyło się w I kw. w porównaniu z końcem 2022 r. W kolejnych kwartałach spodziewamy się wyraźnego odbicia gospodarczego, na co wskazuje między innymi poprawa wskaźników koniunktury, a także perspektywa wzrostu realnych płac.
- Nawet przy dynamicznym odbiciu PKB w ujęciu kwartał-do-kwartału, całoroczny wzrost gospodarczy w 2023 roku pozostanie niski. Będzie to efekt bardzo niskiego punktu startowego związanego z głęboką recesją pod koniec minionego roku. Efekt ten będzie obniżał PKB w tym roku o niemal dwa punkty procentowe, co wydaje się wyjątkową sytuacją (historycznie efekty przeniesienia dodawały do wzrostu co roku około 1,5 pp). Co więcej w przypadku Polski efekt przeniesienia będzie zdecydowanie mniej korzystny niż w innych krajach UE (wykres obok).
- Biorąc pod uwagę niekorzystny efekt przeniesienia oraz słabe dane o sprzedaży detalicznej, które obniżają punkt startowy dla kolejnych kwartałów, skorygowaliśmy naszą prognozę wzrostu PKB w 2023 roku do 0,3% (wobec 1% przed miesiącem).
- Zawirowania w amerykańskim i europejskim systemie finansowym stanowią dodatkowe ryzyko dla wzrostu w kraju. Szok zewnętrzny wpływałby na polską gospodarkę raczej przez tradycyjne kanały makroekonomiczne (globalne spowolnienie) niż przez efekt zarażenia.

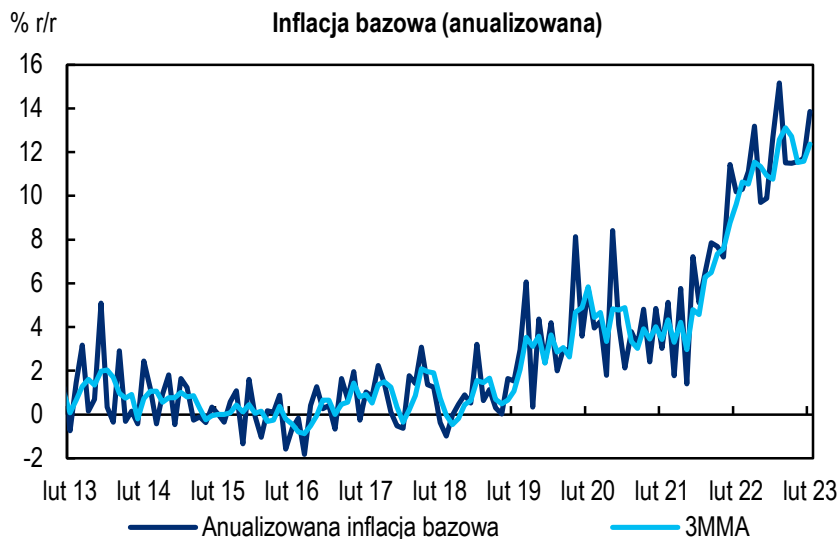
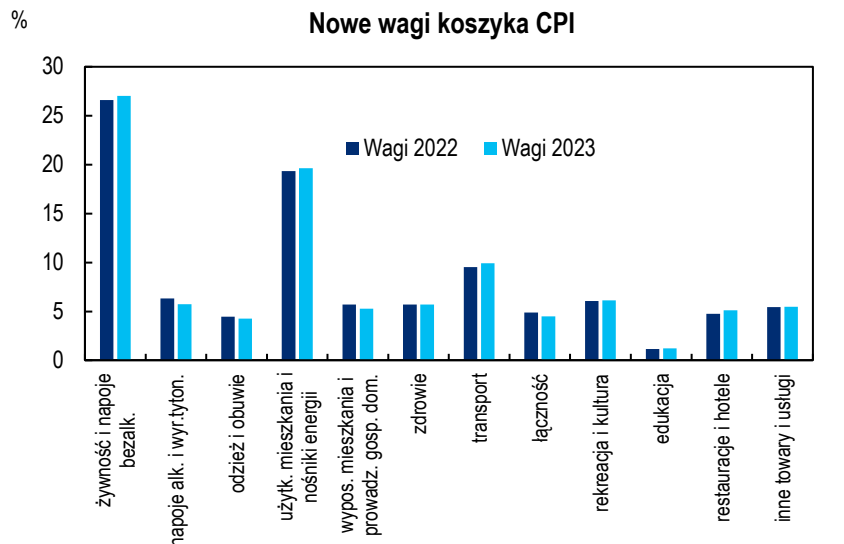
Rynek pracy



Mocne płace, słabsze zatrudnienie

- W lutym przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyło do 13,6% r/r z 13,5% r/r. Wynik był wyższy od naszych oraz rynkowych prognoz.
- Niespodziankę w danych częściowo tłumaczy znaczący wzrost płac w górnictwie (42% m/m), spowodowany wypłatą kwartalnej premii inflacyjnej, choć trzeba przyznać, że wzrost wynagrodzeń rozlał się szeroko po wielu kategoriach. Ponad połowa sekcji w sektorze przedsiębiorstw notuje wzrosty płac w tempie dwucyfrowym.
- Nieco słabsze okazały się natomiast dane o zatrudnieniu, którego dynamika wyhamowała w lutym do 0,8% r/r, a w ujęciu m/m spadła o 0,1% m/m, co jest najslabszym wynikiem dla lutego od 10 lat.
- Nadchodzące miesiące naszym zdaniem powinny przynieść stabilizację poziomu zatrudnienia w polskiej gospodarce, choć redukcja etatów w niewielkiej skali może pojawić się w budownictwie oraz branżach najbardziej odczuwających skutki spowolnienia gospodarczego.
- Od II-III kwartału oczekujemy też poprawy dynamiki realnych wynagrodzeń, jednakże bardziej za sprawą procesów dezinflacyjnych, niż przyspieszenia nominalnego wzrostu wynagrodzeń.

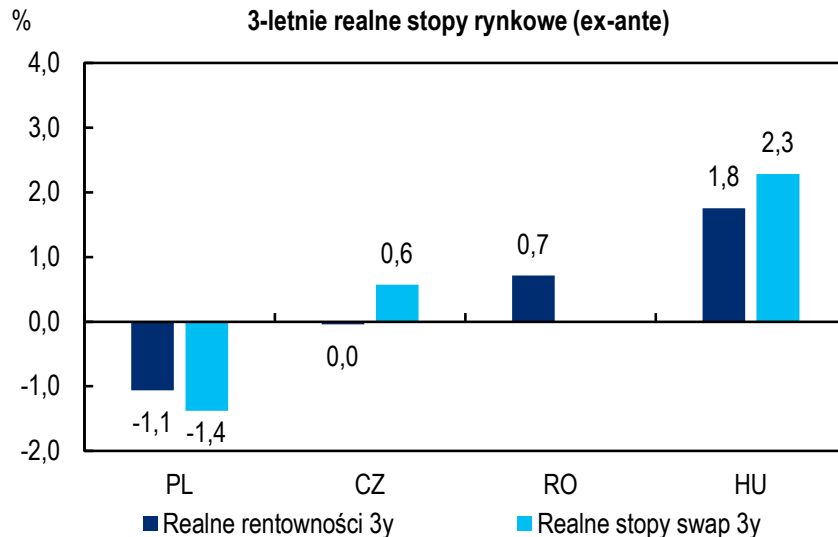
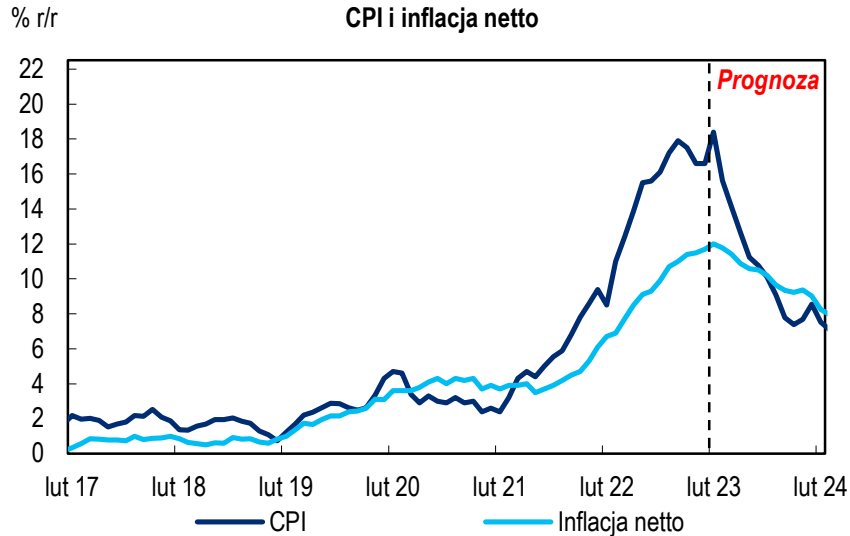
Inflacja wciąż wysoka, pomogły zmiany wag



Inflacja jednak poniżej 20%

- Inflacja na początku roku nie przebiła 20%, ani nawet 19%, co w dużej części jest zasługą corocznej zmiany wag w koszyku inflacyjnym. W ich efekcie wzrósł udział wydatków w bardzo zmiennych w ostatnim czasie kategoriach żywności oraz transportu.
- Inflacja CPI wyniosła w lutym 18,4%, a za styczeń została zrewidowana w dół z 17,2% do 16,6%. Odczyt z pierwszego miesiąca roku jest nieco mylący i wynika ze zmian w koszyku, a w porównaniu z grudniem inflacja rosła o 2,5% m/m, czyli nawet mocniej niż wcześniej szacowano.
- W przypadku inflacji bazowej „momentum” wciąż pozostaje wysokie i nadal brak wyraźnych sygnałów jego wyhamowania. Miesięczne wzrosty po odsezonowaniu oscylują wokół 1%, co przekłada się na zannualizowany odczyt ~12% (wykres obok).
- Ceny surowców energetycznych, zwłaszcza gazu wciąż są zdecydowanie wyższe niż w 2019 r. (przed pandemią COVID i wybuchem wojny Rosji z Ukrainą), jednak ostatnie miesiące przyniosły ich silny spadek. Ceny dla odbiorców najbardziej wrażliwych (m.in. gospodarstwa domowe) pozostają zamrożone, jednak mniejsza presja na wzrost inflacji powinna być związana ze spowolnieniem przeliczania kosztów przedsiębiorstw na ceny dóbr finalnych, które są uwzględnione w koszyku CPI.

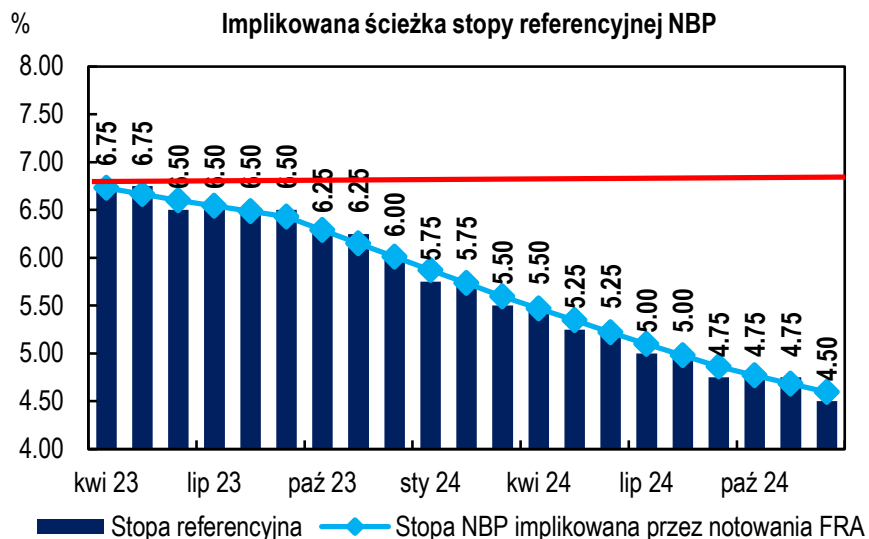
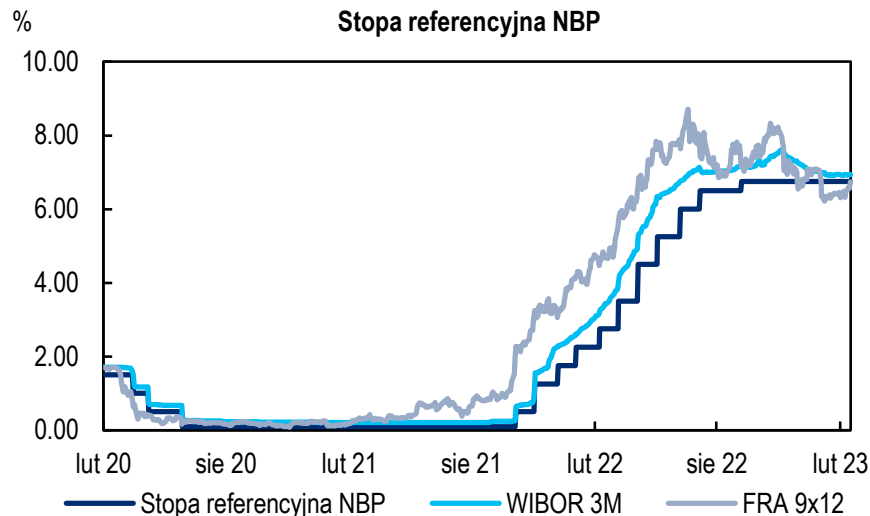
Inflacja od marca powinna zwalniać



Byłe do marca

- Naszym zdaniem inflacja osiągnęła szczyt w lutym, a jej dynamika powinna zauważalnie zwolnić w kolejnych miesiącach. Oczekujemy, że w marcu wskaźnik CPI spadł do około 15,6% r/r. Obniżenie się rocznej dynamiki inflacji będzie przede wszystkim wynikało z wysokiej bazy z ubiegłego roku, a pod koniec roku inflacja powinna spaść poniżej 10% r/r. Zapowiedzi przedstawicieli rządu o utrzymaniu zerowej stawki VAT do końca bieżącego roku są zgodne z naszymi założeniami i nie powodują zmiany naszych prognoz.
- Ścieżka obniżenia się inflacji bazowej będzie naszym zdaniem zdecydowanie bardziej płaska niż w przypadku wskaźnika CPI. Pod koniec roku inflacja bazowa utrzyma się blisko 10% r/r co będzie oznaczało, że będzie ona wyższa niż w przypadku odczytu głównego.
- Naszym zdaniem inflacja na rynkach bazowych (USA, strefa euro) będzie w szybszym tempie zbliżała się do celów banków centralnych, niż będzie to miało miejsce w Polsce.
- Spadek inflacji na świecie powinien pomóc obniżyć inflację również w kraju, nawet pomimo ujemnych realnych stóp procentowych oraz ryzyka dalszego poluzowania fiskalnego.

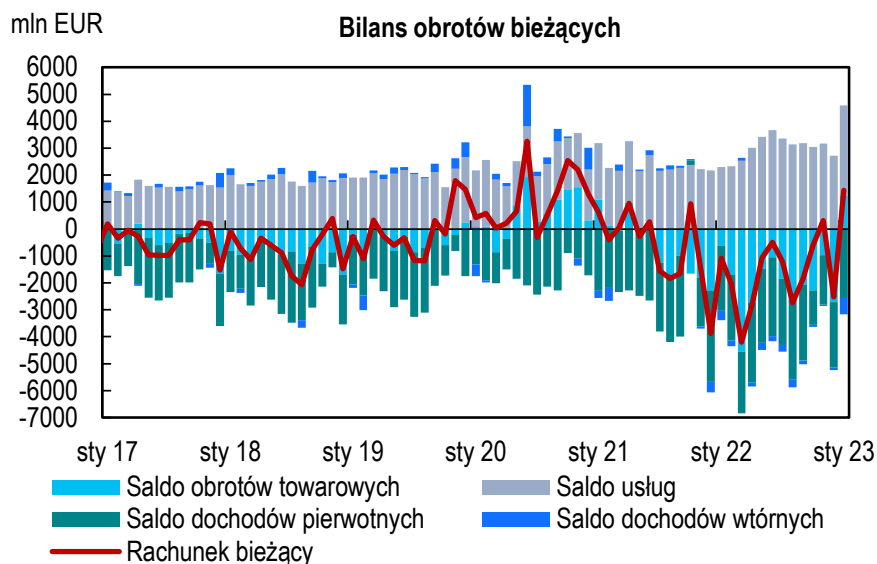
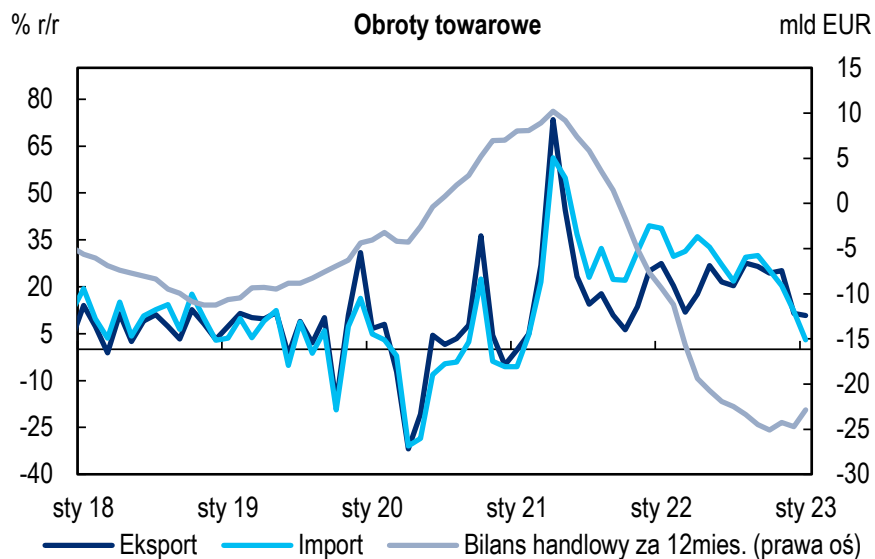
Polityka pieniężna



Cykl podwyżek tylko oficjalnie się nie skończył

- W marcu Rada Polityki Pieniężnej po raz kolejny pozostawiła stopę referencyjną na niezmiennym poziomie (6,75%). Oficjalny komunikat nie uległ istotnym zmianom i wynika z niego, że członkowie Rady wciąż utrzymują nastawienie *wait-and-see*.
- RPP oficjalnie nie zakończyła cyklu podwyżek stóp procentowych, jednak temat zacieśnienia monetarnego nie jest już poważnie podnoszony przez większość w Radzie. Uważamy, że gdy RPP zdecyduje się na zmianę stóp, bardziej prawdopodobnym ruchem będzie obniżka, a nie podwyżka.
- Nowa projekcja makroekonomiczna przyniosła rewizję inflacji w dół, jednak odzwierciedla to przede wszystkim niższy punkt startowy, a nie osłabienie presji cenowej. W horyzoncie projekcji dynamika CPI pozostaje powyżej 2,5%, a więc powyżej celu NBP.
- Nasz podstawowy scenariusz zakłada, że stopy procentowe nie zostaną zmienione w tym roku, a cykl obniżek rozpocznie się na początku 2024 r. Niemniej napięcia w amerykańskim i europejskim systemie finansowym zwiększają szanse obniżek już pod koniec 2023.
- Jeżeli chodzi o oczekiwania rynkowe, krzywa FRA sugeruje spadek stopy referencyjnej w przeciągu najbliższych 9 miesięcy o 75 pb do poziomu 6%.

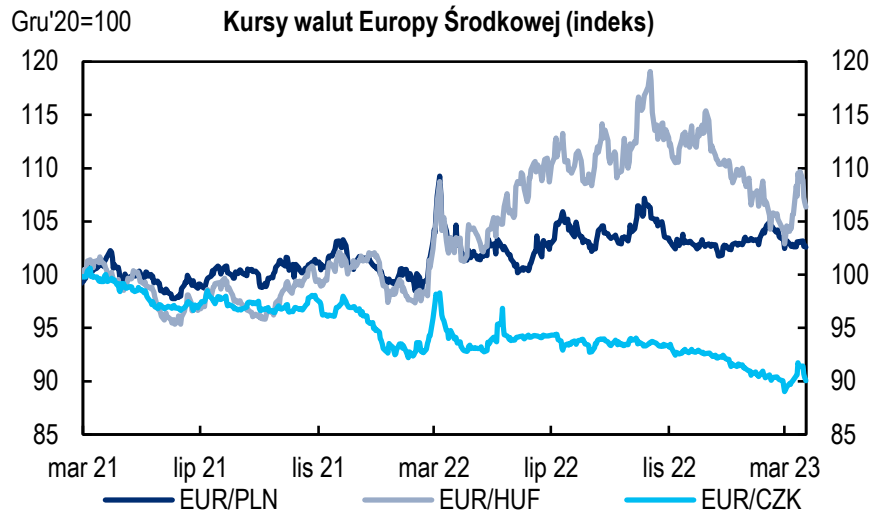
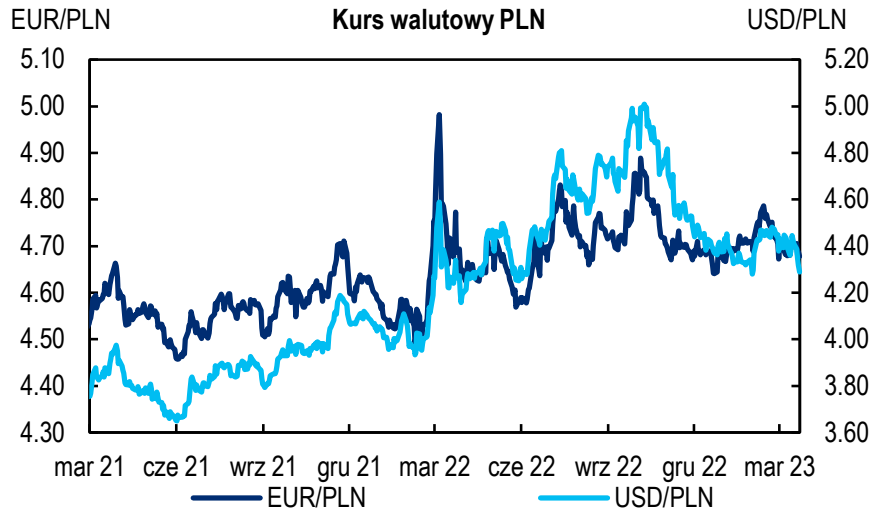
Bilans płatniczy



Import słabnie

- W styczniu saldo na rachunku obrotów bieżących nieoczekiwanie okazało się dodatnie i wyniosło 1,43 mld € wobec deficytu 2,53 mld € miesiąc wcześniej oraz przy oczekiwaniach rynkowych na pogłębienie się deficytu.
- Główną przyczyną poprawy salda na rachunku obrotów bieżących była pierwsza od października 2021 roku nadwyżka handlowa. Dynamika importu wyhamowała w styczniu do 3,1% r/r z 12,1% w grudniu, przy jedynie nieznacznym spadku dynamiki eksportu (do 10,8% r/r z 11,5% r/r).
- W komunikacie NBP wskazano, że na tak znaczące ograniczenie skali importu wpłynęła normalizacja cen surowców oraz mniejsze zakupy towarów zaopatrzeniowych i konsumpcyjnych, co można łączyć ze spadkiem aktywności zakupowej przedsiębiorstw, a także słabnącym popytem konsumpcyjnym.
- Skumulowane saldo obrotów bieżących zmniejszyło się w styczniu do -2,7% PKB wobec -3,1% PKB w grudniu zeszłego roku. W kolejnych miesiącach spodziewamy się kontynuacji tego trendu, na co w głównej mierze powinien oddziaływać spadek cen surowców i odblokowywanie łańcuchów dostaw. Sądzymy również, że poprawa równowagi zewnętrznej powinna pozytywnie wpłynąć na notowania złotego.

Rynek walutowy

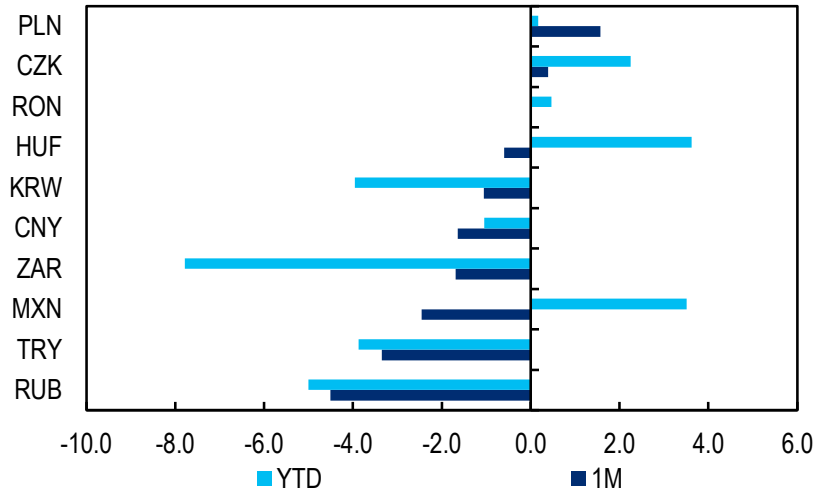


Słabszy złoty

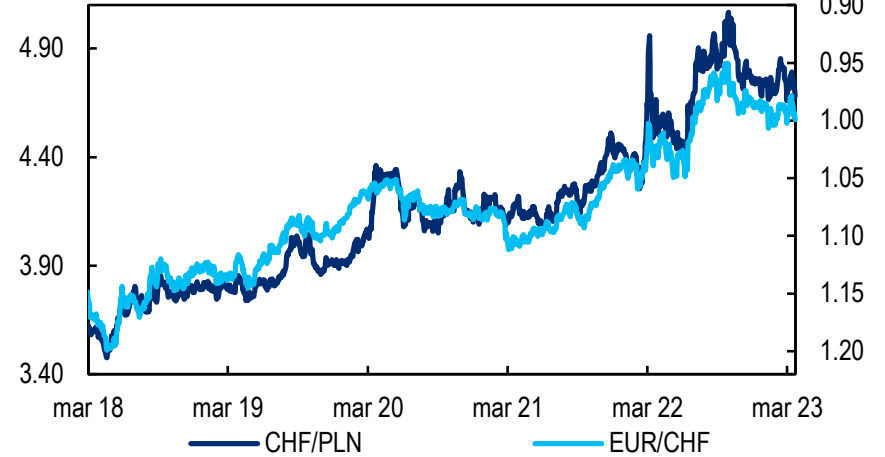
- Przez większą część marca złoty był stabilny i pozostawał odporny na zawirowania na globalnych rynkach finansowych związanych z obawami o sytuację sektora bankowego na świecie.
- Kurs EUR/PLN utrzymywał się blisko poziomu 4,70, a spadek oczekiwań dotyczących skali dalszych podwyżek stóp procentowych przez główne banki centralne zmniejszył presję na waluty rynków wschodzących. Mocniejsze dostosowanie dokonało się na parze USD/PLN, która zeszła poniżej poziomu 4,30 na co wpłynął ruch na EUR/USD w pobliżu 1,09 (nieznacznie poniżej tegorocznego szczytu).
- Wydarzenia krajowe w niewielkim stopniu przyczyniały się do poprawy notowań złotego, gdyż prawdopodobieństwo dalszych podwyżek stóp przez RPP jest bardzo niskie. Środki unijne z KPO prawdopodobnie nie napłyną do Polski w istotnej skali w tym roku. Dostępność środków unijnych jest istotną kwestią dla waluty, gdyż mogłyby one zostać wymienione przez Ministerstwo Finansów bezpośrednio na rynku lub wpływać na wzrost rezerw walutowych NBP.
- Oczekujemy, że kurs EUR/PLN będzie pozostawał blisko poziomu 4,70, a głęboko ujemne realne stopy procentowe ograniczają pole do powrotu złotego do poziomów obserwowanych przed wybuchem pandemii.

Rynek walutowy

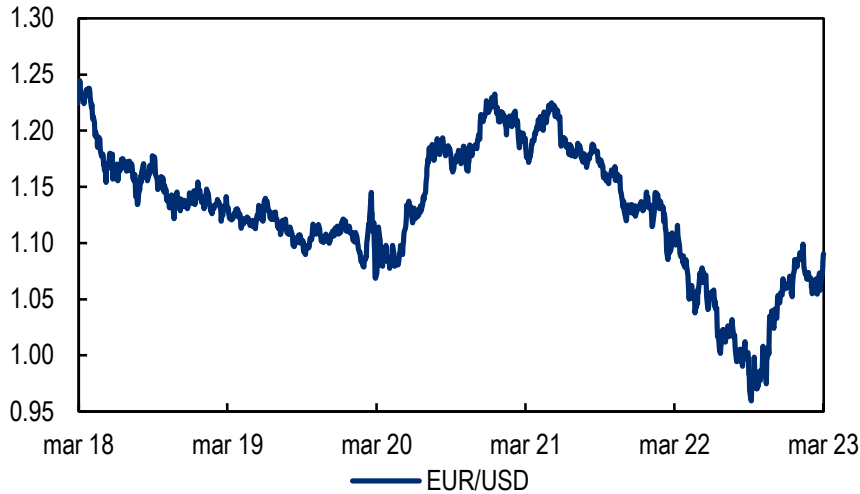
% Słabsza waluta EM **Stopa zwrotu EM FX vs. EUR** Silniejsza waluta EM



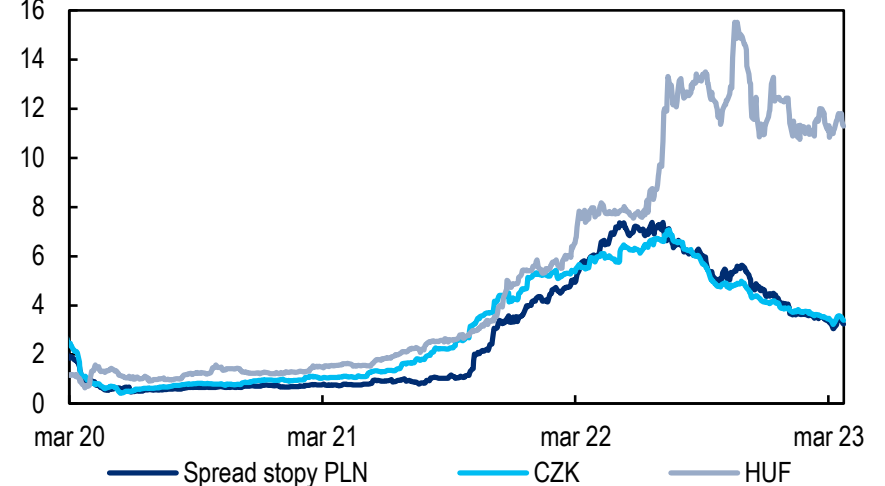
CHF/PLN **Kurs CHF** EUR/CHF odwrócony



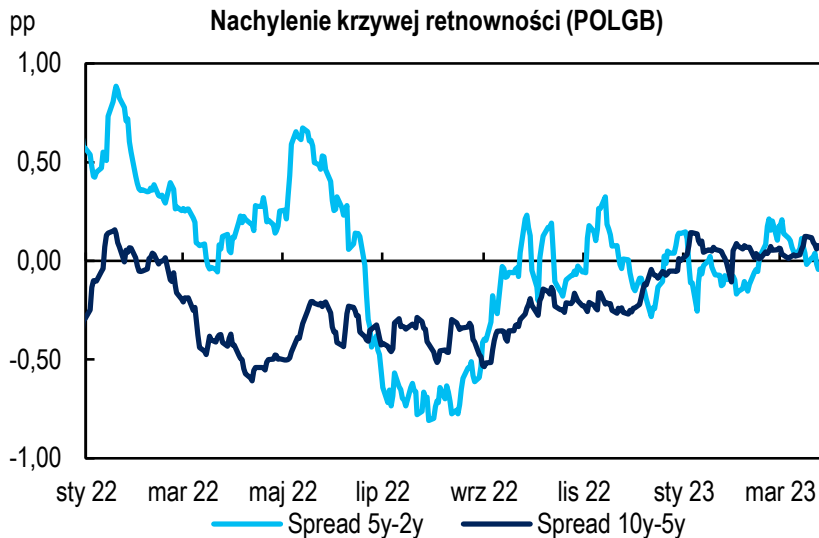
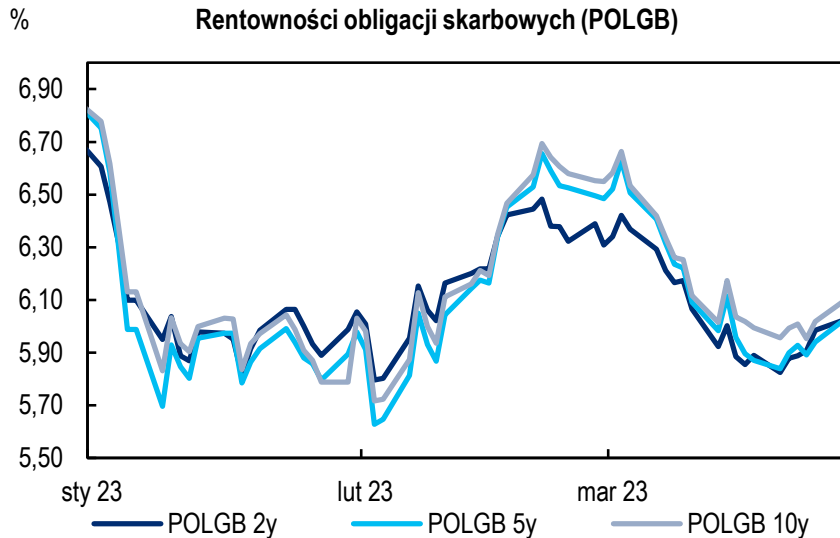
EUR/PLN **EUR/USD**



pp. **Spready stóp procentowych vs. EUR (1y)**



Rynek stopy procentowej



Rentowności w dół

- Ostatnie miesiące obfitują w podwyższoną zmienność na rynku stopy procentowej. W marcu prawie w całości odwrócony został wzrost rentowności z lutego. Polska krzywa rentowności obligacji skarbowych przesunęła się o 60-70 pb w dół na całej swojej długości i uległa wyplaszczeniu.
- Czynniki, które wpływały na ruch na polskim rynku dłużnym wynikały przede wszystkim z wydarzeń globalnych niż krajowych. W marcu silne spadki zaliczyły krzywe obligacji na rynkach bazowych w związku z przeszacowaniem oczekiwań na dalsze działania banków centralnych. Obecnie notowania instrumentów pochodnych nie wskazują na duże pole do dalszych podwyżek stóp procentowych w USA. Istotny wpływ na spadek rentowności obligacji skarbowych emitowanych na rynkach bazowych miał wzrost awersji do ryzyka w wyniku obaw o stabilność sektora bankowego.
- Naszym zdaniem czynniki krajowe nie będą wspierały dalszego spadku polskiej krzywej dochodowości. Inflacja jest wciąż uporczywa, a jej spadek w tym roku będzie wynikał głównie z efektów statystycznych. Zakładamy również, że RPP nie zdecyduje się na zmiany stóp. Podaż obligacji miała na początku roku niewielki wpływ na notowania instrumentów dłużnych, jednak wraz ze zbliżającą się kampanią wyborczą rośnie ryzyko zwiększenia ekspansji fiskalnej.

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2022												2023	
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	
Strefa realna														
Produkcja przemysłowa (% r/r)	17,3	15,4	12,4	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8	6,6	4,5	1,0	1,8	-1,2	
Produkcja przemysłowa (% m/m)	3,4	16,3	-11,7	1,3	-0,3	-7,0	0,7	9,8	-0,9	2,8	-6,4	-3,2	0,4	
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	15,5	10,7	11,1	14,8	10,0	6,9	11,1	11,0	9,2	6,5	3,4	2,9	-0,9	
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	21,2	27,6	9,0	13,0	6,0	4,1	5,9	0,2	3,9	4,0	-0,9	2,0	6,6	
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	8,1	9,6	19,0	8,2	3,2	2,0	4,2	4,1	0,7	1,6	0,2	0,1	-5,0	
Stopa bezrobocia (%)	5,9	5,8	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1	5,2	5,5	5,5	
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	2,2	2,2	1,1	0,8	
Ceny														
Inflacja (% r/r)	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	
Inflacja (% m/m)	-0,3	3,3	2,0	1,7	1,5	0,5	0,8	1,6	1,8	0,7	0,1	2,5	1,2	
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6	23,1	21,1	20,5	20,1	18,4	
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	1,1	6,6	2,5	1,4	1,6	1,3	0,8	0,2	0,9	-0,3	0,6	2,1	-0,4	
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5	13,0	13,9	10,3	13,5	13,6	
Przepływy zagraniczne														
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-2 032	-4 206	-2 834	-1 078	-499	-1 206	-2 743	-1 839	-597	313	-2 526	1 429	-	
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2,0	-2,7	-3,2	-3,4	-3,5	-3,3	-3,5	-3,5	-3,6	-3,3	-3,1	-2,7	-	
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1707	-4553	-2743	-1488	-1055	-1852	-2612	-2084	-2284	-978	-2716	1225	-	
Eksport f.o.b. (mln EUR)	24148	25669	25926	27185	27235	25430	25934	28733	28843	31234	26040	26809	-	
Eksport (% r/r)	20,3	11,9	17,6	26,8	21,5	20,3	27,6	26,5	24,4	25,2	11,5	10,8	-	
Import f.o.b. (mln EUR)	25855	30222	28669	28673	28290	27282	28546	30817	31127	32212	28756	25584	-	
Import (% r/r)	29,7	31,4	36,0	32,7	27,1	21,8	29,4	30,1	25,3	20,3	12,1	3,1	-	

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2022						2023						
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,0	7,9	8,2	7,6	6,5	6,2	7,4	7,7	7,0	5,6	5,4	6,9	7,4
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	4,7	2,2	2,5	2,3	1,8	1,8	2,3	3,5	3,6	2,9	3,2	4,0	6,5
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7,9	7,3	8,8	8,8	8,6	7,7	10,3	12,3	11,4	9,1	11,6	15,9	17,3
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	5,0	3,9	3,5	2,5	2,0	0,9	0,2	-0,4	-2,4	-3,4	-3,9	-4,4	-4,9
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	7,3	8,7	12,2	12,2	14,2	15,0	18,8	17,0	14,5	12,0	9,7	10,1	7,9
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
WIBOR 3M (średnio)	3,33	4,27	5,48	6,42	6,85	7,03	7,04	7,16	7,34	7,43	7,11	6,95	6,92
WIBOR 3M (koniec okresu)	3,65	4,77	6,05	6,59	7,05	7,01	7,11	7,21	7,51	7,28	7,08	6,92	6,92
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	3,72	5,07	6,17	6,17	6,75	6,65	6,69	7,55	7,74	6,90	6,54	6,09	6,21
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4,08	5,59	6,58	6,61	7,54	6,85	7,15	7,49	8,73	6,97	6,72	6,05	6,31
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	4,30	5,66	6,86	6,97	7,32	5,98	6,69	7,41	8,61	6,88	6,86	5,98	6,49
EUR/PLN (koniec okresu)	4,69	4,65	4,66	4,58	4,68	4,74	4,73	4,87	4,71	4,67	4,69	4,71	4,72
USD/PLN (koniec okresu)	4,20	4,18	4,41	4,27	4,48	4,64	4,74	4,95	4,73	4,51	4,40	4,35	4,45
EUR/USD (koniec okresu)	1,12	1,11	1,06	1,07	1,04	1,02	1,00	0,98	0,99	1,04	1,07	1,08	1,06
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-11,3	0,3	-9,2	-12,1	-27,7	-34,7	-27,5	-27,5	-27,2	-18,3	12,4	-11,2	-
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-10,3%	0,2%	-8,4%	-47,1%	-108,5%	-135,5%	-107,6%	-107,4%	-106,5%	-71,5%	48,6%	-43,9%	-

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, NBP, Citi Handlowy

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	680	685	782	908
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 622	3 044	3 328	3 646
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 846	17 966	20 540	23 905
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	5,2	5,6	5,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,8	4,9	0,3	4,1
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	2,1	4,5	0,3	3,5
Spożycie ogółem (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,9	2,2	-0,2	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,3	3,0	-1,1	3,6
Eksport (% r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,5	4,5	2,9	7,5
Import (% r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	5,5	-0,3	6,8
Ceny, pieniądź i kredyty								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	7,7	5,6
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,7	6,6
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	10,3	8,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,2	2,5	5,0
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	7,02	6,77	5,26
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	6,05	5,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	4,40	4,05	3,95
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,77	3,77	3,77	3,77	4,46	4,25	4,01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,69	4,70	4,70
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,69	4,74	4,70

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-21,4	-17,4	-17,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,1	-2,2	-1,9
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-26,0	-22,8	-23,2
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,9	391,3	435,0
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	364,0	414,1	458,2
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	37,8	43,4	48,5
Saldo dochodów pierwotnych	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,1	-35,4	-39,3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-2,9	-5,6	-3,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,5	-3,7	-1,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,8	40,8	41,3	40,3

Prognozy długoterminowe

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	4,9	0,3	4,1	3,4	3,4	3,4
Inflacja CPI (% średnia)	14,3	11,7	6,6	3,8	2,6	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,1	-2,2	-1,9	-1,8	-1,6	-1,4
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	6,75	6,75	5,25	4,25	4,00	4,00
USD/PLN (Koniec okresu)	4,40	4,05	3,95	3,90	3,88	3,85
USD/PLN (Średnia)	4,46	4,25	4,01	3,98	3,88	3,86
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,69	4,70	4,70	4,72	4,73	4,74
EUR/PLN (Średnia)	4,69	4,74	4,70	4,71	4,72	4,74



Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciołek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Maciej Bącal

Stażysta

maciej.bacal@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

poland.research@citi.com

citi handlowy®

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 lowercase, sans-serif font with a red arc above the letter 'i'. To its right, the word "handlowy" is written in a larger, lowercase, sans-serif font, followed by a registered trademark symbol (®).

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.