

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciolek, CFA
Maciej Bącal
Kwiecień 2023

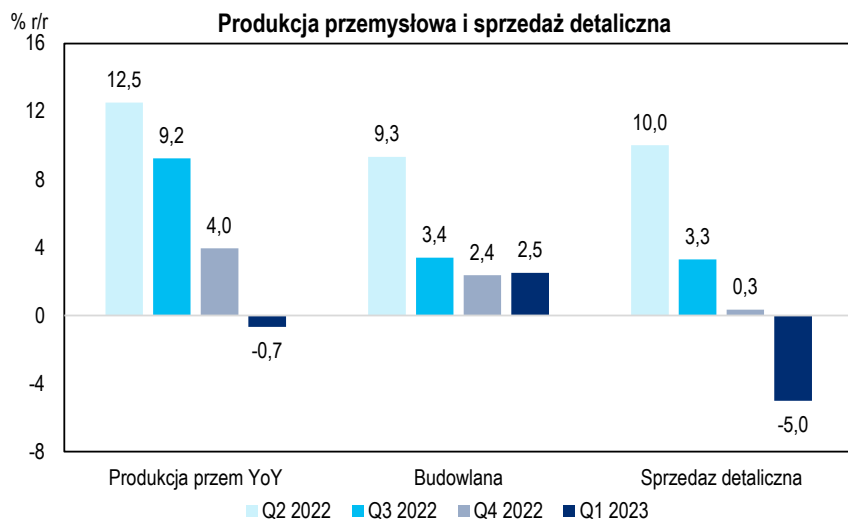
CitiMonthly

Stagflacyjny początek roku

Podsumowanie

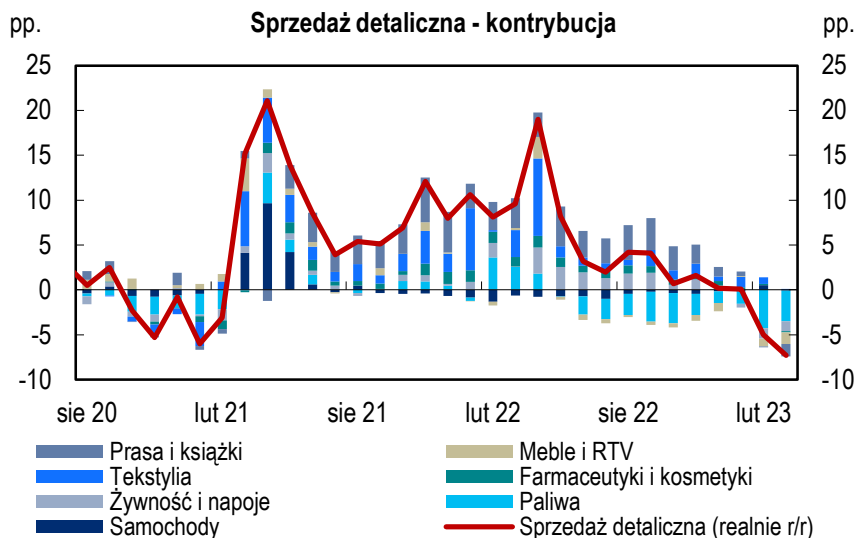
- Informacje, które napłynęły od czasu naszego poprzedniego raportu miesięcznego nie zmieniły zbyt wiele w scenariuszu ekonomicznym. Po pierwsze, potwierdziły one, że inflacja cen konsumentów ma już za sobą szczyt. Po drugie, nowe dane sugerują, że na początku roku gospodarka była w recesji.
- Znaczne zmiany w większości wskaźników w najbliższych miesiącach będą w większym stopniu podyktowane efektami statystycznymi, niż rzeczywistymi zmianami zachodzącymi w gospodarce. Dotyczy to szczególnie rocznego wskaźnika inflacji, który w najbliższych miesiącach ma szybko spadać głównie za sprawą wysokiej bazy odniesienia. Jednocześnie jednak dane miesięczne nie wskazują na istotne obniżenie presji cenowej.
- Nasze analizy wskazują, że w Polsce szoki cenowe przenoszą się na płace w większym stopniu niż to ma miejsce w innych krajach regionu. Jest to jeden z czynników, który będzie utrudniał obniżanie inflacji bazowej w kolejnych kwartałach.
- Rada Polityki Pieniężnej nie spieszy się ze zmianami stóp procentowych. Rynki finansowe wyceniają możliwość obniżek stóp już pod koniec roku, jednak w mniejszej skali niż przed 1-2 miesiącami. Nasz scenariusz wciąż zakłada, że do pierwszych obniżek dojdzie nieco później (początek 2024 roku), ale ostateczne decyzje i tak będą uzależnione od danych, które napłyną z polskiej gospodarki w drugiej połowie roku
- Kwiecień był kolejnym miesiącem zaskakująco niskiej zmienności na rynku walutowym.

Rozczarowujący początek roku

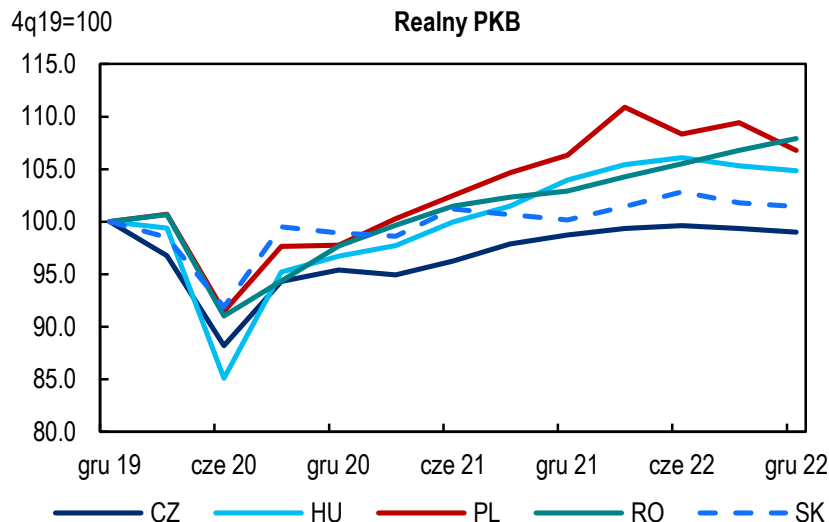
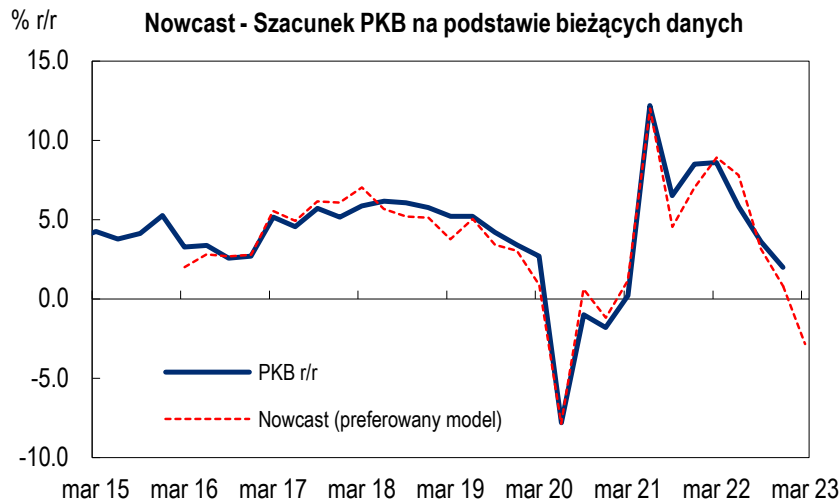


Słabsza aktywność w marcu

- Aktywność gospodarcza rozczarowała w marcu, dostępne dane łącznie wskazują na wyraźne hamowanie gospodarki na początku roku.
- Sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym obniżyła się w marcu o 7,3% r/r, a dokładniejsze rozbięcie danych pokazuje, że wynik był zauważalnie słabszy od naszych prognoz we wszystkich kategoriach z wyjątkiem paliw i pojazdów. W danych oprócz efektu bazy z zeszłego roku (zakupy uchodźców z Ukrainy) widać efekty silnego szoku inflacyjnego, który wpływa na bieżącą konsumpcję.
- Spoglądając w przyszłość, wzrost realnych dochodów w wyniku spadku inflacji powinien pobudzać aktywność w dalszej części roku. Ponadto, naszym zdaniem dane o sprzedaży detalicznej mogą nieco przeszacowywać słabość konsumpcji w związku z prawdopodobną „rotacją” wydatków w kierunku usług (nie uwzględnianych w danych o sprzedaży detalicznej).
- W przypadku produkcji przemysłowej spadek w marcu o 2,9% r/r wynikał głównie z niskiej produkcji energii elektrycznej. Jednocześnie spadek w przetwórstwie przemysłowym, a więc najważniejszej kategorii, był niewielki. Oczekujemy, że obniżka cen surowców energetycznych będzie w kolejnych miesiącach stanowiła wsparcie dla produkcji w sektorach energochłonnych.



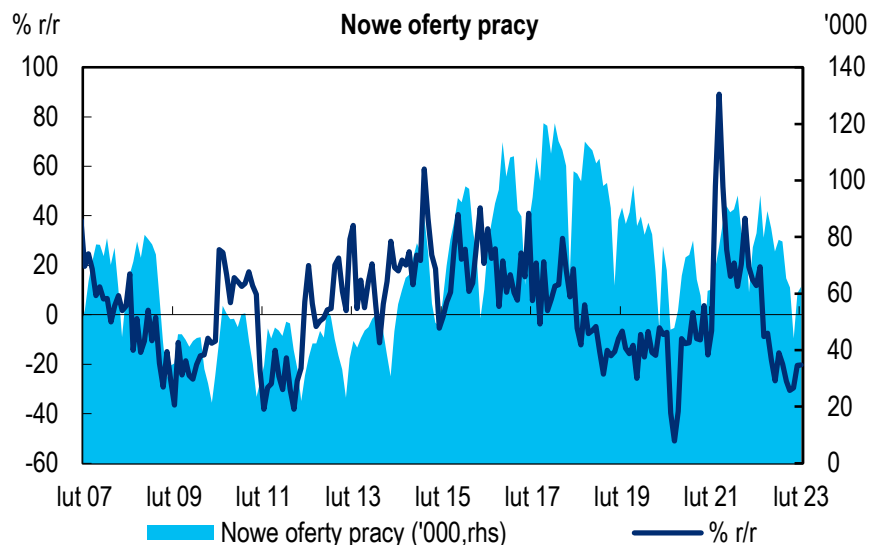
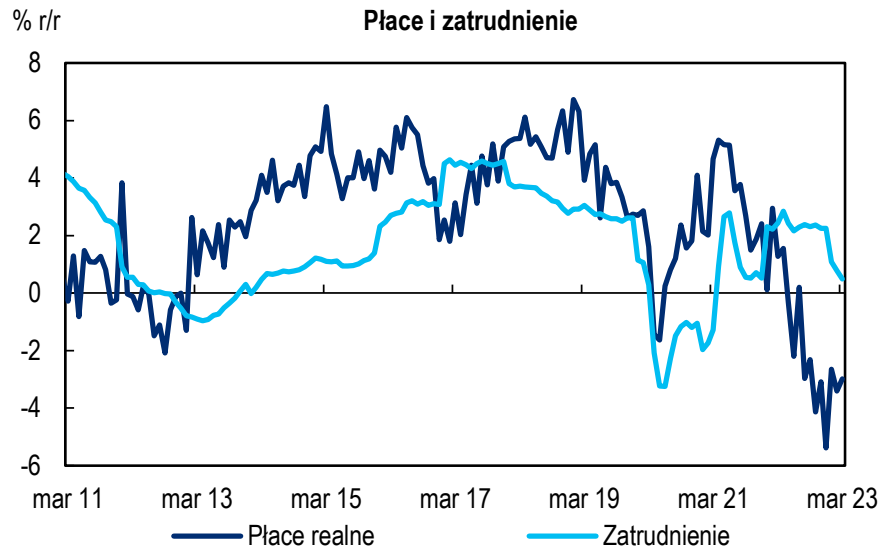
Gospodarka w recesji



PKB najprawdopodobniej spadł w I kwartale

- Opublikowane dotychczas dane sugerują, że na początku roku PKB spadł zarówno w ujęciu kwartał-do-kwartału, jak i rok-do-roku.
- Bazując na sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej i budowlanej można byłoby spodziewać się ponad 2,5% r/r spadku PKB w I kwartale. W rzeczywistości sytuacja może być nieco lepsza (nasza prognoza -1,9%) głównie dzięki ostremu hamowaniu importu. Niemniej podobnie jak w poprzednich miesiącach ostateczny wynik może być mocno zaburzony przez wahania zapasów.
- W praktyce słabe wyniki w I kwartale oznaczają, że bardzo silne po-pandemiczne ożywienie wytraca swój impet, a skumulowany wzrost PKB obniża się, zmniejszając „lukę” w porównaniu z innymi krajami regionu (wykres obok).
- Najprawdopodobniej gospodarka ma już najgorsze za sobą, a kolejne kwartały mogą przynieść poprawę aktywności. Po pierwsze sprzyjać temu będą znaczne transfery fiskalne, w tym zwroty z ubiegłorocznego PIT (ok. 20 mld zł), wypłaty dla rolników (10 mld zł) oraz czternasta emerytura (ok. 10 mld). Po drugie, wsparciem powinien być silniejszy niż wcześniej zakładano wzrost w strefie euro. Niemniej publikacje z ostatnich tygodni utwierdzają nas w przekonaniu, że całoroczny wzrost PKB będzie bardzo słaby (nasza prognoza 0,3% r/r).

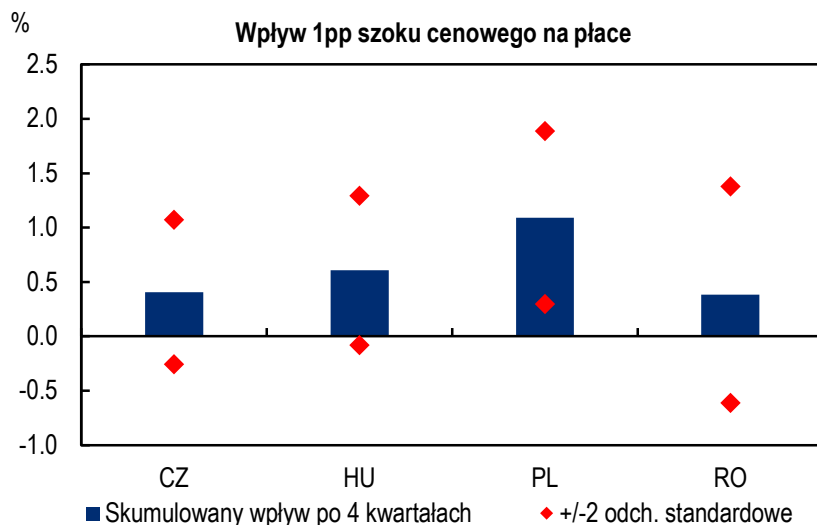
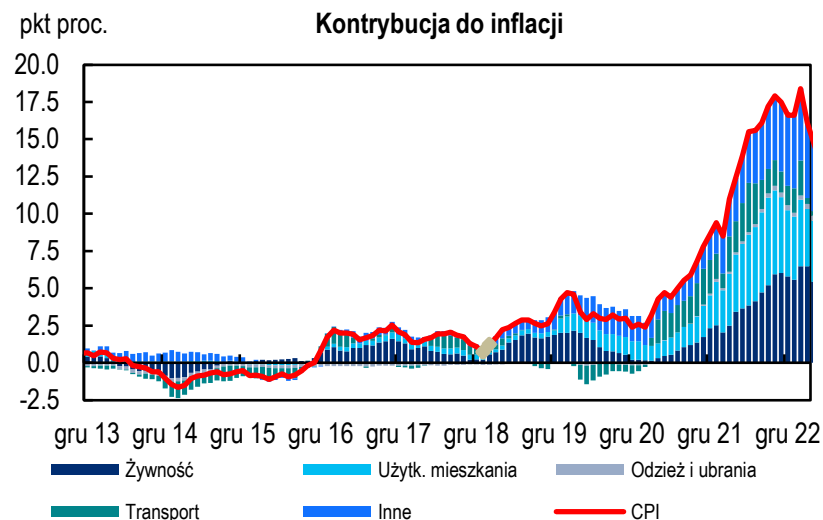
Rynek pracy



Płace realne gotowe do odbicia

- Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w marcu spowolniło do 12,6% r/r z 13,6% r/r w lutym. Jednocześnie w ujęciu realnym dynamika płac realnych uległa niewielkiej poprawie w porównaniu do średniej z ostatnich trzech miesięcy (wykres obok).
- Nieznaczny spadek dynamiki płac w marcu to naszym zdaniem w głównej mierze efekt wysokiej bazy odniesienia z zeszłego roku. Co więcej, utrzymujący się dwucyfrowy wzrost wynagrodzeń w większości sektorów może świadczyć o niesłabnącej presji płacowej, która najprawdopodobniej będzie utrudniać obniżanie się inflacji bazowej.
- Niewielkie schłodzenie na rynku pracy widać natomiast w danych o zatrudnieniu, które wzrosło o zaledwie 0,5% r/r w marcu, a w ujęciu m/m liczba etatów w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła o ponad 9 tys., co na tle historycznych wartości dla marca jest przeciętnym wynikiem. Stopa bezrobocia na koniec marca obniżyła się do 5,4%.
- W nadchodzących miesiącach spodziewamy się kontynuacji odbicia realnych wynagrodzeń za sprawą znaczącego spadku wskaźnika CPI, co z kolei powinno wspierać popyt konsumpcyjny. W dalszym ciągu podtrzymujemy opinię, że spowolnienie na rynku pracy będzie widoczne w spadku nowych ofert pracy, a nie we wzroście bezrobocia.

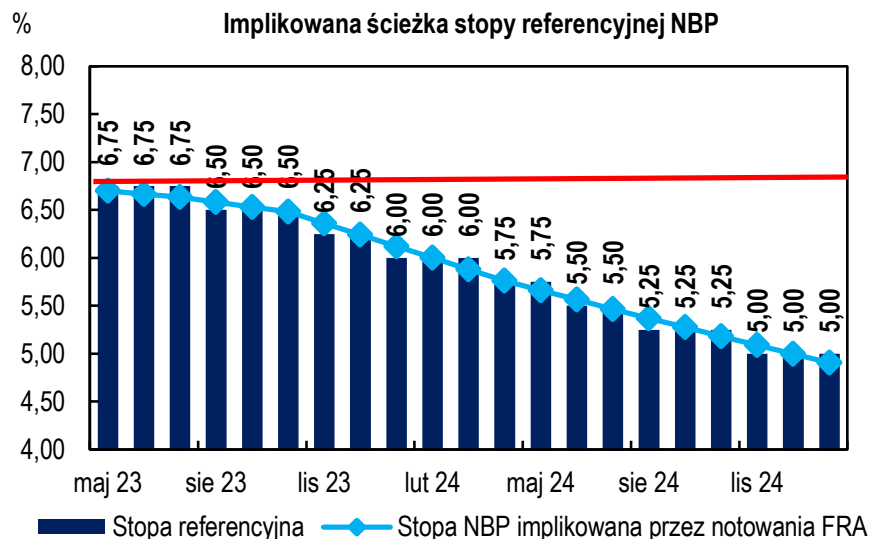
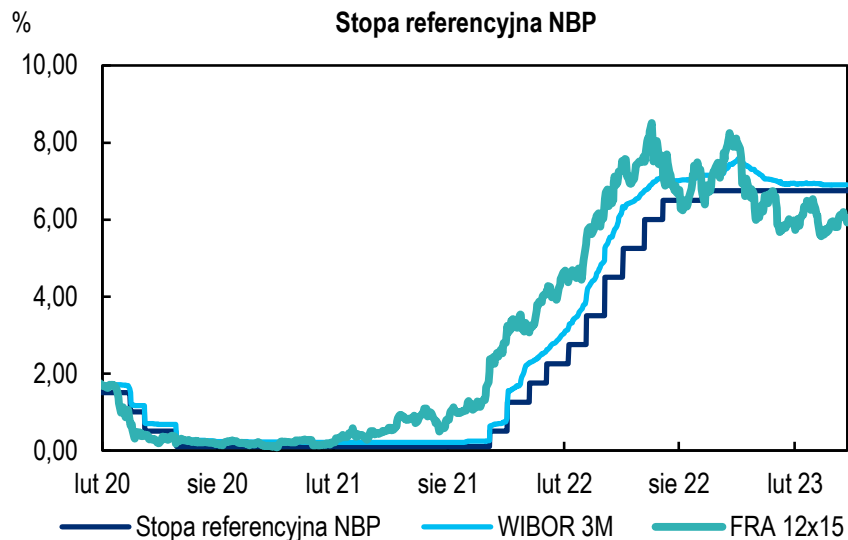
Inflacja schodzi ze szczytów



W marcu indeks CPI obniżył się do 16,1%

- Zgodnie z oczekiwaniami luty był miesiącem, kiedy inflacja odnotowała swój szczyt. W marcu wskaźnik CPI obniżył się do 16,1% (vs. 18,4% r/r w lutym), a nasze prognozy wskazują, że trend spadkowy będzie kontynuowany w kolejnych miesiącach.
- Biorąc pod uwagę skalę efektów bazy, główne pytanie dotyczy nie tego, czy inflacja będzie jeszcze spadać, lecz raczej jak szybki będzie spadek. W ostatnim kwartale roku wskaźnik CPI powinien być na poziomach jednocyfrowych. Jednocześnie spadki inflacji bazowej, a więc wskaźnika inflacji po wyeliminowaniu cen żywności, paliw oraz energii, zapewne będą znacznie wolniejsze.
- Spadek inflacji bazowej będzie utrudniany przez utrzymującą się wysoką dynamikę wynagrodzeń. Nasze szacunki wskazują, że w Polsce szoki cenowe mają silniejszy/trwalszy wpływ na dynamikę płac niż w innych krajach regionu (wykres obok). W praktyce oznacza to, że ograniczanie oczekiwań inflacyjnych (np. poprzez bardziej „jastrzębią” retorykę RPP) jest kluczowe dla szybkiego ograniczenia presji cenowej.
- Nasz scenariusz zakłada, że po szybkim spadku w 2023 roku, ścieżka inflacji stanie się zdecydowanie bardziej płaska. W 2024 roku spodziewamy się inflacji na wciąż wysokim poziomie, przekraczającym średnio 6,5%.

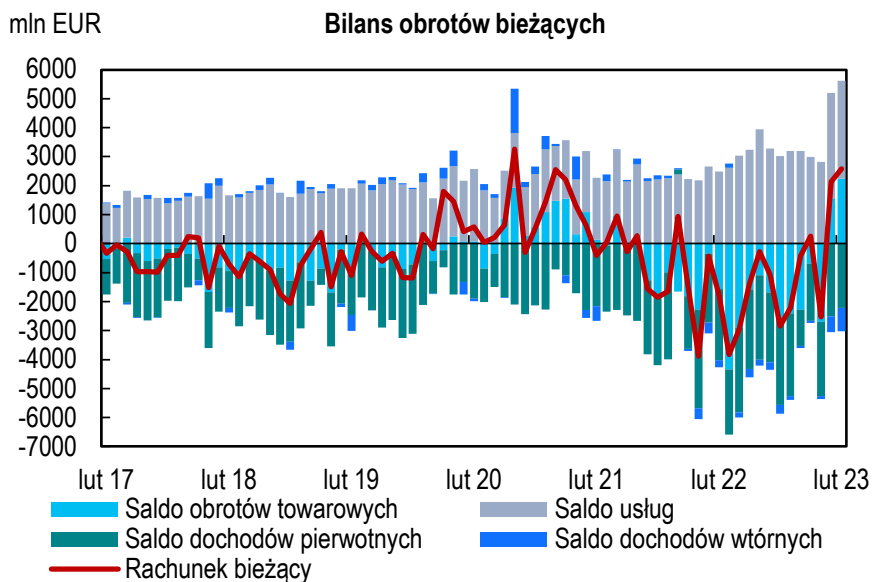
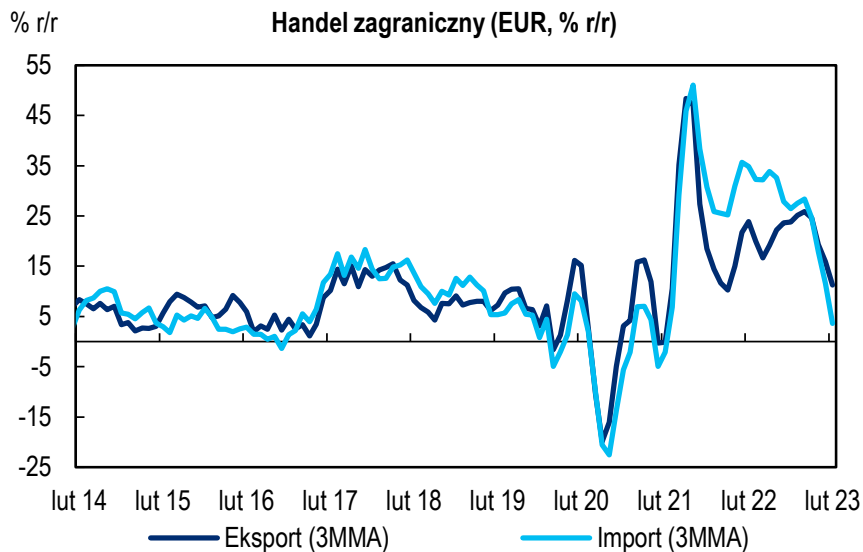
Polityka pieniężna wciąż bez zmian



Zmniejszają się oczekiwania na obniżki w 2023

- Kwietniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniosło zmiany stóp procentowych, a stawka referencyjna - po ostatniej podwyżce z września ubiegłego roku - wciąż wynosi 6,75%. Zmiany w komunikacie w porównaniu do marca były kosmetyczne.
- RPP wciąż nie ogłosiła formalnego końca cyklu podwyżek stóp procentowych, jednak uważamy, że poprzeczka do dalszych podwyżek jest postawiona bardzo wysoko. W swoich wypowiedziach przedstawiciele Rady zwracali uwagę na spadek głównego wskaźnika inflacji i spodziewane utrzymanie tego trendu również w przyszłości (pomimo silnego *momentum* inflacji bazowej).
- Jeżeli chodzi o najbliższe miesiące, to w maju nie spodziewamy się istotnych zmian w komunikacji ze strony banku centralnego. Opinia ta najprawdopodobniej pokrywa się z panującym konsensusem rynkowym.
- Członkowie Rady pozostają ostrożni w sygnalizowaniu momentu pierwszej obniżki stóp. Kwotowania na rynku FRA (wykres obok) wciąż wskazują na możliwość pierwszych obniżek w tym roku, choć w mniejszej skali niż wcześniej zakładano. Nasz scenariusz zakłada, że cykl obniżek stóp rozpocznie się dopiero w 2024 r. i za rok stopa referencyjna będzie o 75 pb niższa niż obecnie.

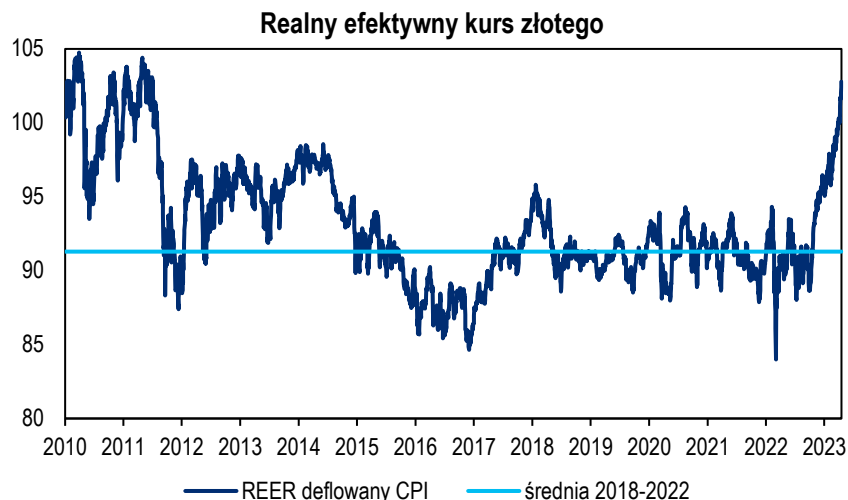
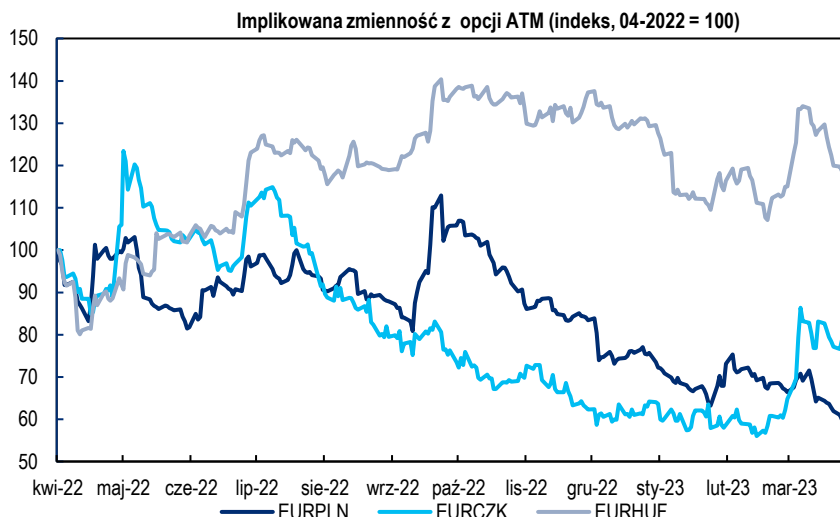
Bilans płatniczy



Pokaźna nadwyżka handlowa

- Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wzrosła w lutym do 2,59 mld € z 2,13 mld € w styczniu, tym samym znacznie przebijając nasze oraz rynkowe oczekiwania. Głównym źródłem niespodzianki w danych o bilansie płatniczym była słabsza niż zakładaliśmy wartość importu, co w konsekwencji przyczyniło się do rekordowej nadwyżki w handlu towarami (2,24 mld €).
- Według NBP spadek importu w lutym to częściowo efekt mniejszej skali importu produktów rolnych z Ukrainy, a także mniejszych zakupów towarów zaopatrzeniowych i konsumpcyjnych, co z kolei wydaje się spójne z danymi o sprzedaży detalicznej. Wartość eksportu natomiast w dalszym ciągu była napędzana przez ożywienie eksportu branży motoryzacyjnej (m.in. zwiększona sprzedaż części samochodowych i akumulatorów litowo-jonowych).
- Według naszych szacunków deficyt obrotów bieżących w ujęciu dwunastomiesięcznym zawężił się po lutym do około 1,9% PKB wobec 2,5% PKB miesiąc wcześniej. Kolejne miesiące powinny przynieść kontynuację tego trendu, do czego w głównej mierze przyczyniać się będzie nadwyżka w bilansie handlowym spowodowana recesją konsumencką i mniejszymi zakupami towarów zaopatrzeniowych ze strony przedsiębiorstw.

Rynek walutowy

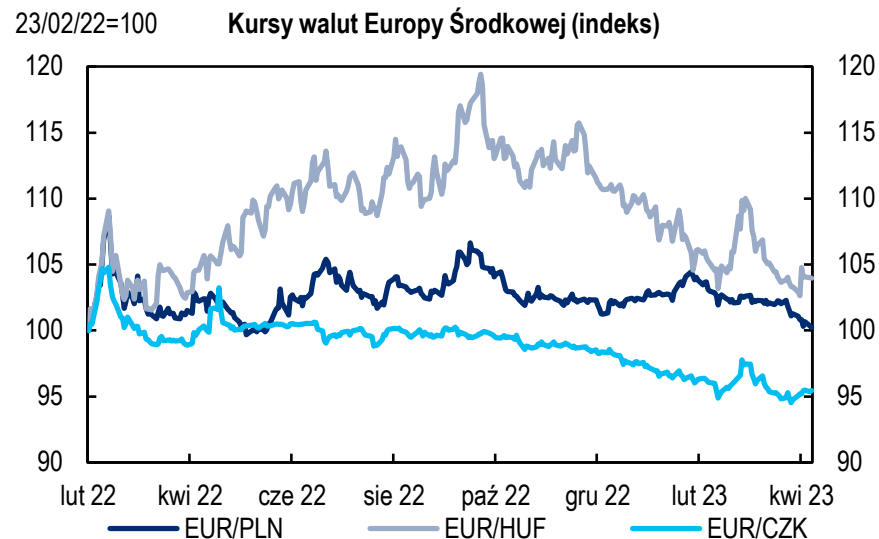
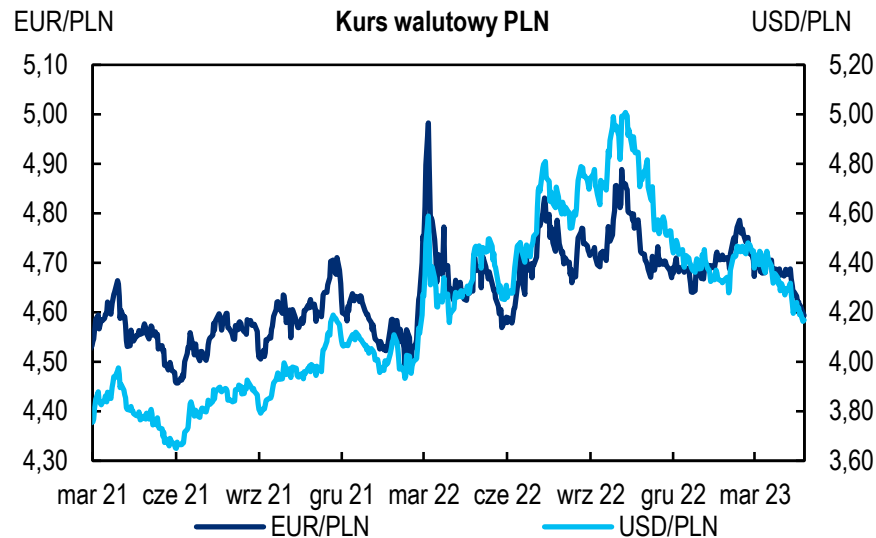
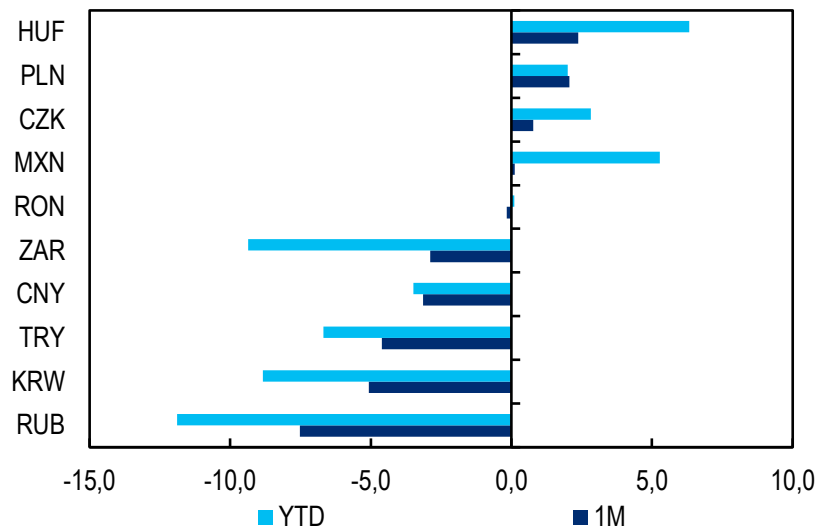


Silny złoty

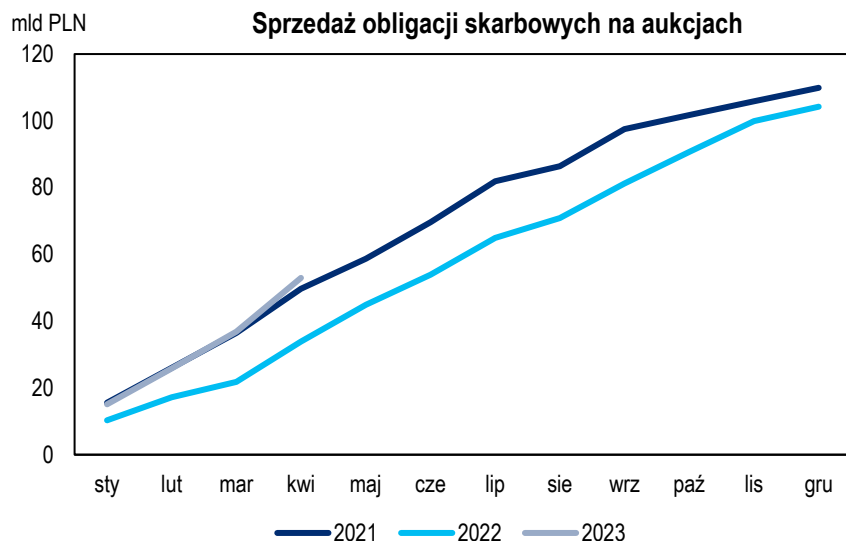
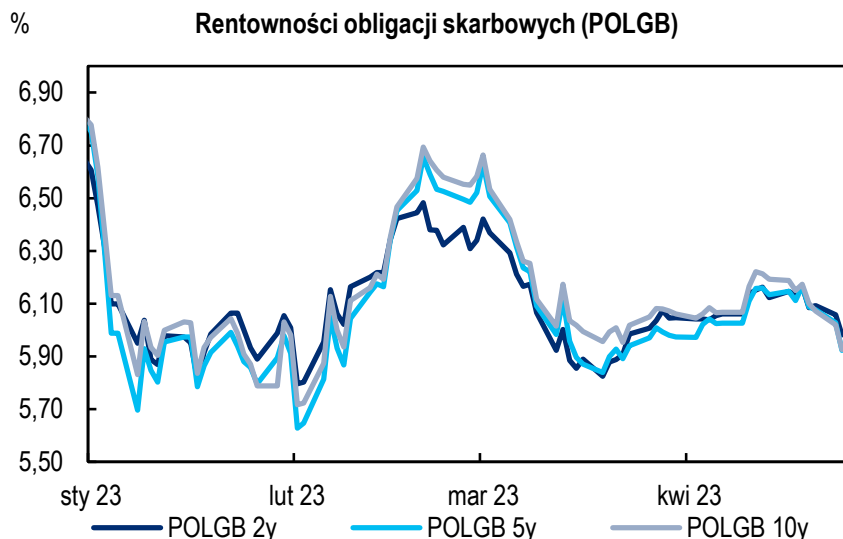
- Złoty zauważalnie umocnił się w kwietniu, korzystając na braku eskalacji awersji wobec ryzyka. Obawy o stabilność sektora bankowego na świecie nie wpływały na implikowaną zmienność złotego, która kontynuowała spadki w ostatnim miesiącu.
- Kurs EUR/PLN oddalił się od poziomu 4,70 wokół którego oscylował od początku listopada ubiegłego roku i nawet przełamał w dół poziom 4,60. Jednocześnie kurs USD/ PLN jest notowany poniżej poziomu 4,20 i najniższej od końca marca ubiegłego roku.
- Złotemu pomaga relatywnie słabszy dolar - para EUR/USD oscylowała w kwietniu w wąskim przedziale 1,09-1,10, ale od września ubiegłego roku notowała w zasadzie nieprzerwany wzrost, którego zasięg wynosi już 15 centów.
- Imponująco wygląda realny efektywny kurs złotego, który jest najmocniejszy od ponad 10 lat. Oprócz nominalnej aprecjacji waluty na wzrost REER wpływa wysoka krajowa inflacja.
- Fundamentalnie perspektywy dla polskiej waluty nie uległy istotnej zmianie, a biorąc pod uwagę perspektywy realnych stóp procentowych, uważamy, że w perspektywie 3-miesięcy kurs EUR/PLN będzie raczej zbliżał się do poziomu 4,66 niż zbiegał w stronę dołków ~4,50 sprzed wybuchu wojny w Ukrainie.

Rynek walutowy

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



Rynek stopy procentowej



Rentowności się ustabilizowały

- Po okresie silnej zmienności, w marcu polski rynek dłużny pozostawał zdecydowanie bardziej stabilny. Zakres wahań rentowności w przypadku papierów 10-letnich mieścił się w granicach 6,05%-6,20%, a sytuacja na tenorach 2-letnim i 5-letnim była zbliżona.
- Presja na dalsze spadki na polskiej krzywej dochodowości zmalała w związku z ograniczeniem oczekiwań na obniżki stóp procentowych. Kontrakt FRA 9x12 znajduje się około 40 pb wyżej niż w dołku marcu tego roku i wskazuje na przestrzeń do obniżek stóp do końca roku o 50 pb, wobec jeszcze niedawno notowanych 75 pb.
- Pomimo dużej podaży obligacji skarbowych (od stycznia do kwietnia sprzedano papiery hurtowe za blisko 52,9 mld zł vs. 33,9 rok temu), na aukcjach organizowanych przez MF obserwowany jest relatywnie wysoki popyt. Również emisje na rynkach zagranicznych cieszyły się dużym popytem.
- Naszym zdaniem czynniki krajowe nie będą na razie 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. Zbliżającą się kampanią wyborczą rodzi ryzyko zwiększenia ekspansji fiskalnej, co miałooby wpływ na podaż obligacji skarbowych.

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2022						2023						
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	15.4	12.3	14.9	10.4	7.1	10.9	9.8	6.6	4.4	0.9	1.8	-1.0	-2.9
Produkcja przemysłowa (% m/m)	16.3	-11.8	1.3	-0.3	-7.0	0.7	9.8	-0.9	2.8	-6.4	-3.2	0.6	14.1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	10.7	11.1	14.8	10.0	6.9	11.1	11.0	9.2	6.5	3.4	2.9	-0.8	-0.4
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	27.6	9.0	13.0	6.0	4.1	5.9	0.2	3.9	4.0	-0.9	2.0	6.6	-1.5
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	9.6	19.0	8.2	3.2	2.0	4.2	4.1	0.7	1.6	0.2	0.1	-5.0	-7.3
Stopa bezrobocia (%)	5.8	5.6	5.4	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2	5.5	5.5	5.4
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2.3	2.7	2.3	2.1	2.3	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	1.2	0.9	1.2
Ceny													
Inflacja (% r/r)	11.0	12.4	13.9	15.5	15.6	16.1	17.2	17.9	17.5	16.6	16.6	18.4	16.1
Inflacja (% m/m)	3.3	2.0	1.7	1.5	0.5	0.8	1.6	1.8	0.7	0.1	2.5	1.2	1.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	21.9	24.1	24.7	25.6	25.5	25.5	24.6	23.1	21.1	20.5	20.1	18.2	10.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	6.6	2.5	1.4	1.6	1.3	0.8	0.2	0.9	-0.3	0.6	2.1	-0.5	-0.8
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	12.4	14.1	13.5	13.0	15.8	12.7	14.5	13.0	13.9	10.3	13.5	13.6	12.6
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-3828	-2963	-1373	-273	-1070	-2847	-2208	-416	262	-2530	2133	2586	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-4335	-2908	-1589	-1091	-1690	-2555	-2411	-2272	-686	-2698	1559	2243	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	25990	25730	27328	27430	25568	26025	28715	28568	30984	25834	27165	26502	-
Eksport (% r/r)	13.3	16.7	27.5	22.4	20.9	28.1	26.5	23.2	24.2	10.6	13.1	10.0	-
Import f.o.b. (mln EUR)	30325	28638	28917	28521	27258	28580	31126	30840	31670	28532	25606	24259	-
Import (% r/r)	31.8	35.9	33.8	28.1	21.7	29.6	31.4	24.1	18.3	11.3	5.1	-5.4	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2022										2023		
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.9	8.2	7.6	6.5	6.2	7.4	7.7	7.0	5.6	5.4	6.9	7.4	6.5
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	2.2	2.5	2.3	1.8	1.8	2.3	3.5	3.6	2.9	3.2	4.0	6.5	9.5
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.3	8.8	8.8	8.6	7.7	10.3	12.3	11.4	9.1	11.6	15.9	17.3	12.4
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	3.9	3.5	2.5	2.0	0.9	0.2	-0.4	-2.4	-3.4	-3.9	-4.4	-4.9	-5.1
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	8.7	12.2	12.2	14.2	15.0	18.8	17.0	14.5	12.0	9.7	10.1	7.9	7.0
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3.50	4.50	5.25	6.00	6.50	6.50	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75
WIBOR 3M (średnio)	4.17	5.38	6.32	6.75	6.93	6.94	7.06	7.24	7.33	7.01	6.85	6.83	6.82
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.67	5.95	6.49	6.95	6.91	7.01	7.11	7.41	7.18	6.92	6.85	6.84	6.79
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	5.62	7.16	7.31	7.70	8.45	7.97	8.27	9.15	9.65	8.33	7.69	7.10	7.13
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.73	6.52	6.36	8.02	7.18	7.18	6.80	8.60	7.05	6.96	5.97	6.27	6.02
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.85	6.72	6.92	7.66	6.19	6.40	7.06	8.59	7.05	6.88	5.88	6.52	5.98
EUR/PLN (koniec okresu)	4.65	4.66	4.58	4.68	4.74	4.73	4.87	4.71	4.67	4.69	4.71	4.72	4.68
USD/PLN (koniec okresu)	4.18	4.41	4.27	4.48	4.64	4.74	4.95	4.73	4.51	4.40	4.35	4.45	4.29
EUR/USD (koniec okresu)	1.11	1.05	1.07	1.04	1.02	1.00	0.97	0.99	1.04	1.07	1.08	1.06	1.09
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	0.27	-9.21	-12.05	-27.73	-34.66	-27.53	-27.46	-27.24	-18.28	12.43	-11.23	0.05	-
Def. budżetowy skum. (% planu)*	1%	-31%	-40%	-93%	-116%	-92%	-92%	-91%	-61%	42%	-17%	0%	-

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, NBP, Citi Handlowy

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	680	690	803	922
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.983	2.127	2.288	2.338	2.624	3.068	3.366	3.690
PKB per capita (USD)	13.689	15.348	15.528	15.689	17.858	18.107	21.101	24.262
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
Konsumpcja (% 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, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.1	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	8.4	5.6
Inflacja CPI (% średnia)	2.0	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	12.3	6.7
Place 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	4.7	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)	3.47	3.76	3.79	3.77	4.04	4.38	4.06	3.95
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.19	4.00
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.70	4.70
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.69	4.70

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0.8	-11.4	-1.4	14.6	-9.8	-20.6	-8.1	-13.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0.2	-1.9	-0.2	2.4	-1.4	-3.0	-1.0	-1.5
Saldo handlu zagranicznego	1.5	-6.1	-4.9	7.9	-9.0	-25.6	-16.8	-23.0
Eksport	228.2	254.0	246.6	251.3	311.7	337.6	387.6	434.2
Import	226.6	260.1	251.5	243.4	320.7	363.2	404.3	457.2
Saldo usług	20.4	25.9	26.9	26.2	31.7	38.5	46.9	52.7
Saldo dochodów pierwotnych	-21.1	-22.6	-24.9	-22.8	-32.0	-31.3	-35.3	-39.5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1.5	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.7	-5.6	-3.9
Saldo pierwotne sektora	0.1	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-2.3	-3.7	-1.5
Dług publiczny (Polska metodologia)	48.5	46.3	43.3	47.6	43.8	39.4	40.1	39.1

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	12.3	6.7	3.8	2.6	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.0	-1.0	-1.5	-1.5	-1.3	-1.1
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	6.75	6.75	5.25	4.25	4.00	4.00
USD/PLN (Koniec okresu)	4.38	4.06	3.95	3.91	3.90	3.89
USD/PLN (Średnia)	4.45	4.19	4.00	3.92	3.90	3.89
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.70	4.70	4.71	4.73	4.75
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.69	4.70	4.70	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 Trzciolek, 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.



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.