

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

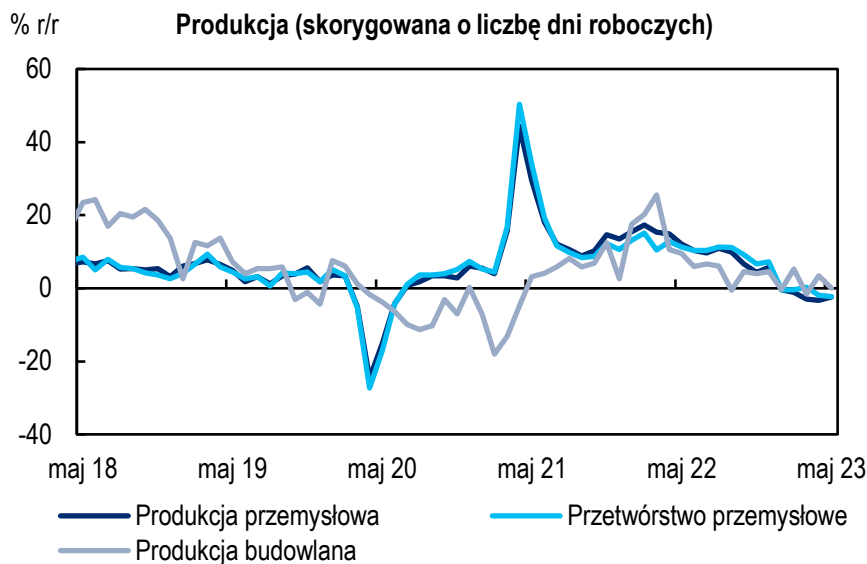
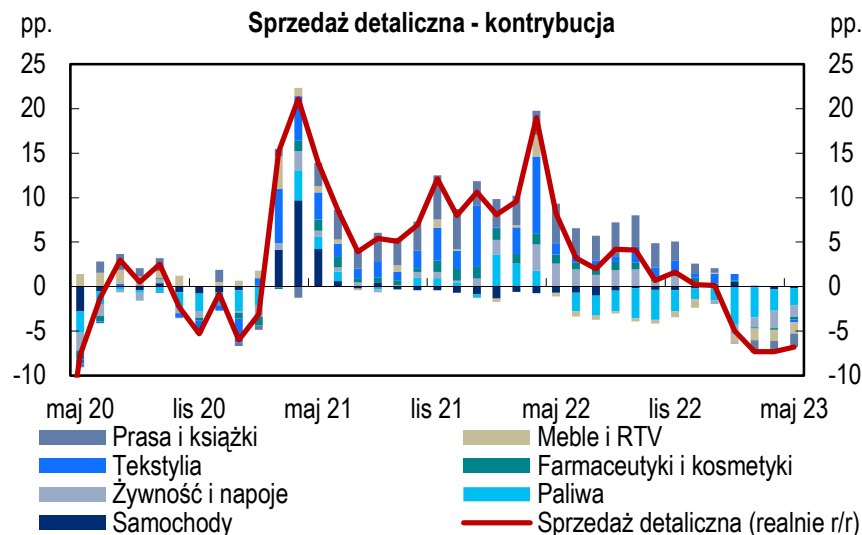
CitiMonthly

W oczekiwaniu na pierwszą obniżkę

Podsumowanie

- Nasze prognozy formułowane na początku roku opierały się na dwóch „filarach”. Po pierwsze, zakładały one znaczny spadek inflacji, wynikający głównie z czynników statystycznych. Po drugie, nasz scenariusz zakładał stopniowe odbicie gospodarcze.
- Po sześciu miesiącach można stwierdzić, że tendencja spadkowa inflacji zarysowała się już wyraźnie. W maju inflacja obniżyła się do 13% i spodziewamy się kontynuacji tego trendu w kolejnych miesiącach. Wciąż jednak uważamy, że w dalszej części roku inflacja będzie się obniżać w znacznie wolniejszym tempie.
- Co do ożywienia, na jego przekonujące oznaki trzeba będzie poczekać do drugiej połowy roku. Na razie widać oznaki poprawy nastrojów w branżach nakierowanych na konsumenta, jednak wyraźniejszego odbicia wydatków gospodarstw domowych spodziewamy się w III i IV kwartale, przede wszystkim dzięki odbiciu płac realnych.
- Rynki finansowe wyceniają scenariusz zgodnie z którym do pierwszej obniżki stóp procentowych może dojść już we wrześniu. Ten scenariusz wydaje się jednak bardziej optymistyczny niż nawet najbardziej gołębie wypowiedzi członków RPP.
- Przedstawiciele władz monetarnych sugerują raczej, że warunki odpowiednie do cięcia stóp mogą pojawić się dopiero około listopada. Naszym zdaniem aby do obniżki doszło już we wrześniu, wymagałoby to od RPP znacznej zmiany tonu już na lipcowym posiedzeniu. Spodziewamy się, że wyniki projekcji mogą po prostu na to jeszcze nie pozwolić

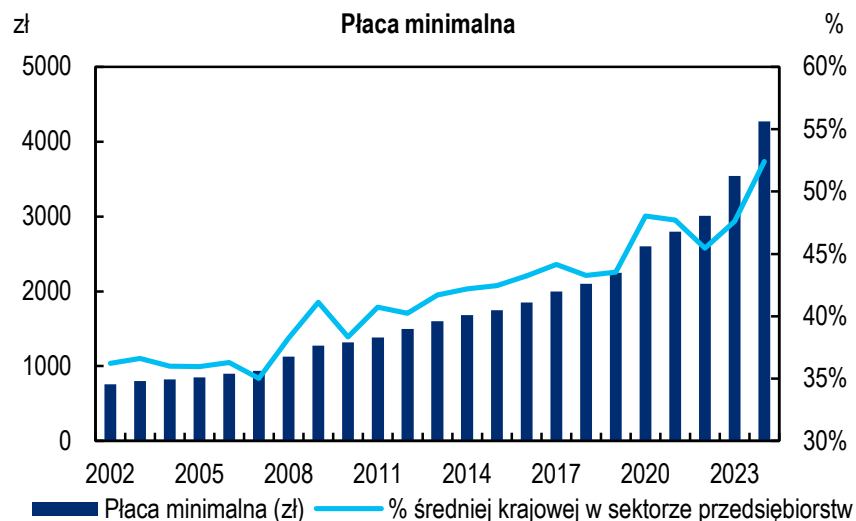
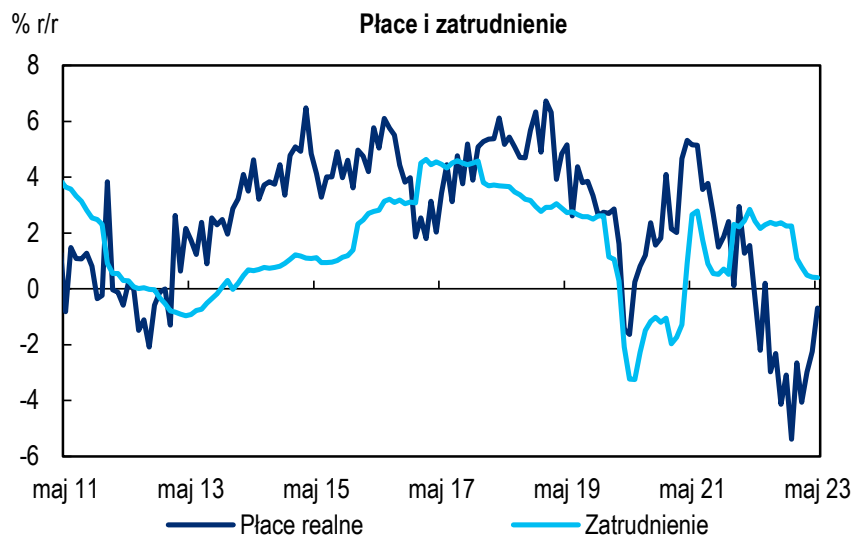
Konsumpcja i produkcja pod presją



Majowe dane bez optymizmu

- Miesięczne dane o aktywności gospodarczej nie wykazały znaczącej poprawy w stosunku do poprzednich miesięcy.
- Będąca pod presją niekorzystnego efektu bazy sprzedaż detaliczna obniżyła się w maju o 6,8% r/r, wobec spadku o 7,3% r/r w kwietniu. Szczegółowe rozbięcie danych wskazuje na spadek sprzedaży w ujęciu r/r we wszystkich kategoriach, co świadczy o szerokim ograniczeniu wydatków przez konsumentów. Naszym zdaniem powyższe zmiany mogą również wskazywać na odpływ części uchodźców.
- Spadek popytu konsumpcyjnego odciska też swoje piętno na produkcji przemysłowej, która w maju obniżyła się o 3,2% r/r po spadku o 6% r/r w kwietniu. Najgłębsze spadki produkcji odnotowano w przypadku produkcji wyrobów z drewna oraz w branży chemicznej (-20,7% r/r), wciąż odczuwającej skutki wcześniejszego okresu drogiego gazu. W dalszym ciągu rosła natomiast produkcja w sektorach nastawionych na eksport, m.in. wśród przedsiębiorstw produkujących urządzenia elektryczne oraz części samochodowe.
- Sądzymy, że zarówno dynamika sprzedaży detalicznej, jak i produkcji przemysłowa osiągnęła już swój dołek, a od drugiej połowy roku odbiciu sprzyjać będą efekty bazy.

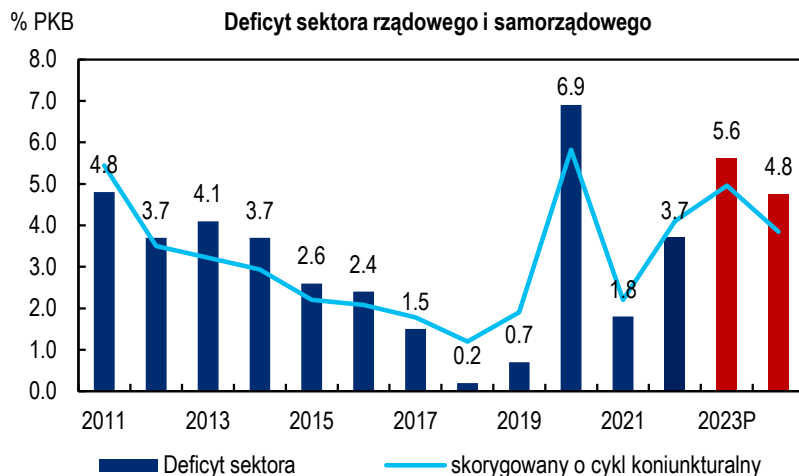
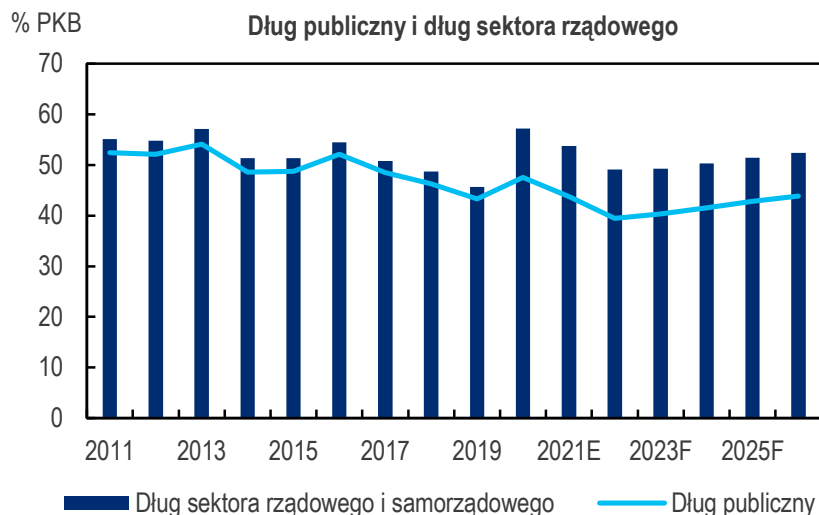
Rynek pracy



Rynek pracy wciąż mocny

- W maju przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 12,2% r/r, a więc w tempie porównywalnym do kwietnia.
- Nominalnie płace rosły najszybciej w sektorze górnictwym (20,2% r/r) oraz w transporcie (15,3% r/r). Kolejny miesiąc z rzędu słabszy odczyt płac został natomiast odnotowany w budownictwie, które pozostaje pod silnym wpływem dekonstrukcji. Maj był też kolejnym miesiącem z poprawą dynamiki płac realnych – spodziewamy się, że już w czerwcu płace realne mogą powrócić do wzrostów w ujęciu rok-do-roku.
- Podtrzymujemy opinię, że sytuacja na rynku pracy w najbliższych miesiącach nie ulegnie istotnemu pogorszeniu. Braki kadrowe w wielu branżach w połączeniu z niekorzystnymi tendencjami demograficznymi powinny prowadzić do stabilizacji stopy bezrobocia w pobliżu obecnych, historycznie niskich poziomów (w maju 5,1%).
- Spodziewamy się też, że zapowiedziana przez rząd podwyżka płacy minimalnej w 2024 roku średnio o 20,5% r/r wpłynie na całą siatkę wynagrodzeń, podtrzymując średni wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw na wysokim poziomie. To z kolei może utrudniać proces zbijania inflacji.

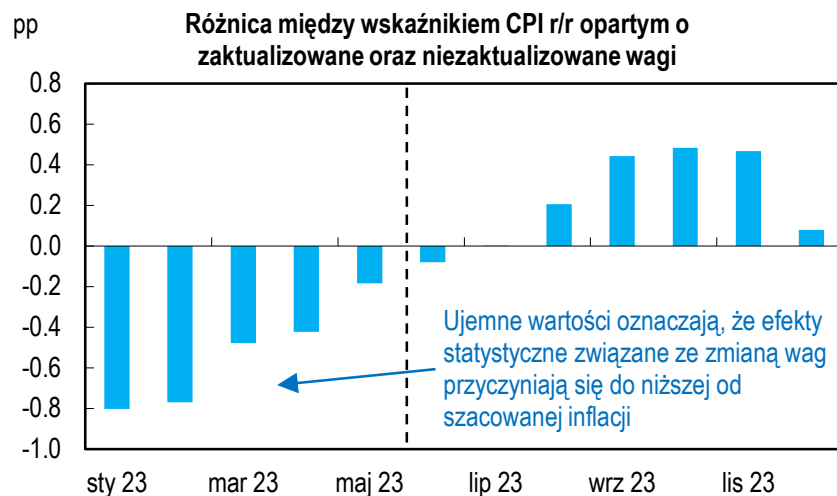
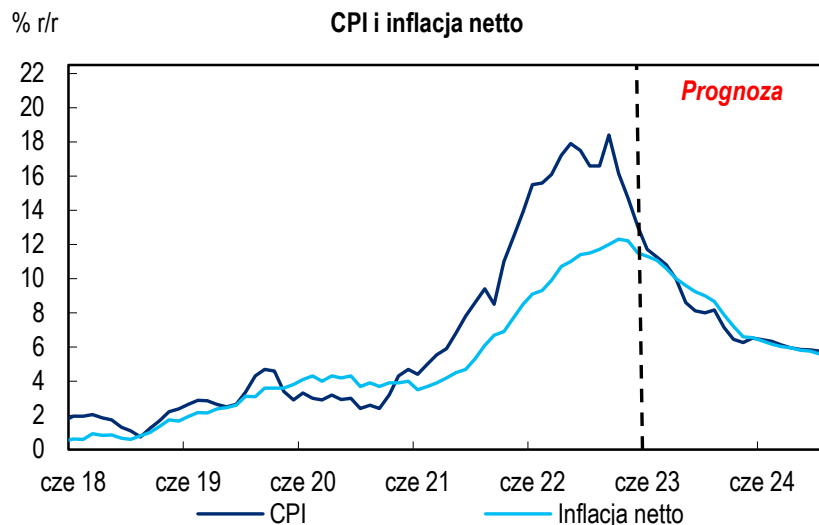
Polityka fiskalna



Nowelizacja staje się faktem

- Po majowej decyzji o indeksacji wydatków z tytułu programu 500+, w czerwcu rząd podjął decyzję o nowelizacji budżetu na 2023 rok. W jej wyniku tegoroczny deficyt ma być wyższy o 24 mld zł w stosunku do pierwotnych szacunków, sięgając 92 mld zł. W relacji do PKB rewizja jest znacząca i sięga 0,7% PKB.
- Zmiany te urealniają budżet, tworząc przestrzeń dla już wcześniej zapowiadanych wydatków. Kalendarz wyborczy sugeruje jednak, że nie można wykluczyć dodatkowych zmian w podatkach i wydatkach w najbliższych miesiącach. Podtrzymujemy naszą opinię, że w najbliższych kwartałach ryzyko znajduje się po stronie dalszego luzowania fiskalnego, a niepewność dotycząca skali zakupów uzbrojenia dodatkowo zwiększa to ryzyko.
- Poluzowanie fiskalne nakłada się na obserwowany trend pogorszenia wpływów podatkowych, który zapewne odzwierciedla słabość konsumpcji (oraz efekt zmian w PIT).
- Nowelizacja oznacza, że deficyt sektora rządowego i samorządowego może w tym roku przekroczyć 5% (nasza prognoza 5,6% PKB) i będzie wyższy niż dotychczas zakładał konsensus rynkowy.

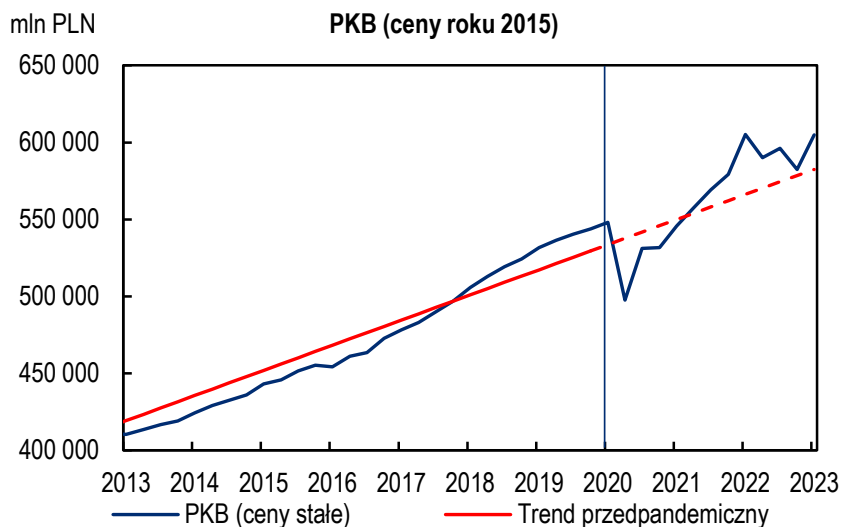
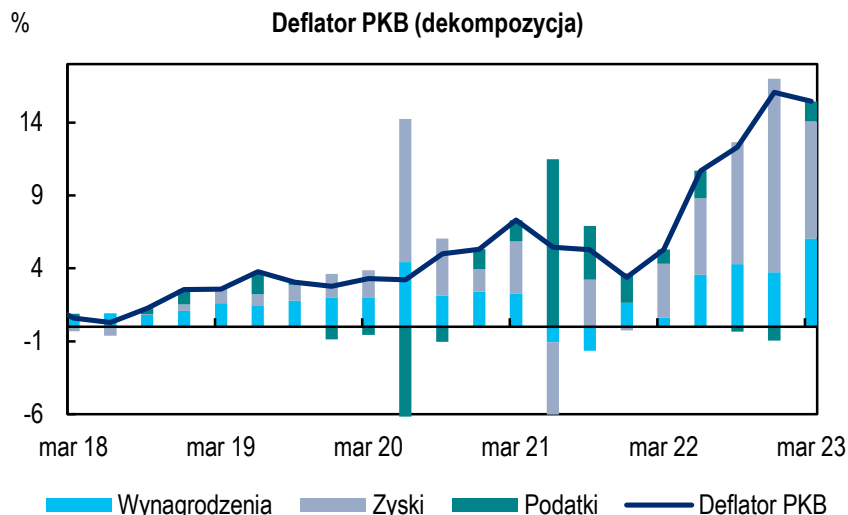
W kierunku jednocyfrowej inflacji



Dynamika cen w dół

- W maju inflacja ponownie spadła i wyniosła 13%, a nasze szacunki sugerują, że trend spadkowy utrzyma się w kolejnych miesiącach. Niemniej po czerwcu ścieżka spadkowa ulegnie wyplaszczeniu, a wskaźnik CPI będzie się obniżał w znacznie wolniejszym tempie niż dotychczas.
- W świetle ostatnich wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej (slajd 8) coraz większego znaczenia nabiera kwestia, kiedy inflacja spadnie do poziomów jednocyfrowych. Według naszych prognoz wskaźnik CPI osiągnie 10% we wrześniu (RPP pozna te dane w październiku), a obniży się istotnie poniżej tego poziomu dopiero w październiku (dane dostępne w listopadzie). Oczywiście jak zwykle ścieżka ta może ulec istotnej zmianie na skutek wahań cen żywności, ale na tym etapie nie można jeszcze tego ryzyka dobrze oszacować.
- Biorąc pod uwagę, że nie możemy na razie zbyt wiele powiedzieć na temat tegorocznych zbiorów, w prognozach musimy się kierować tym, co wiemy. A w tym przypadku często niedocenianą sprawą jest to, że w II połowie 2023 roku czynniki statystyczne mogą przyczyniać się do niespodzianek po stronie wyższej inflacji (wykres obok). Więcej na ten temat pisaliśmy między innymi w jednym z niedawnych [raportów tygodniowych](#).

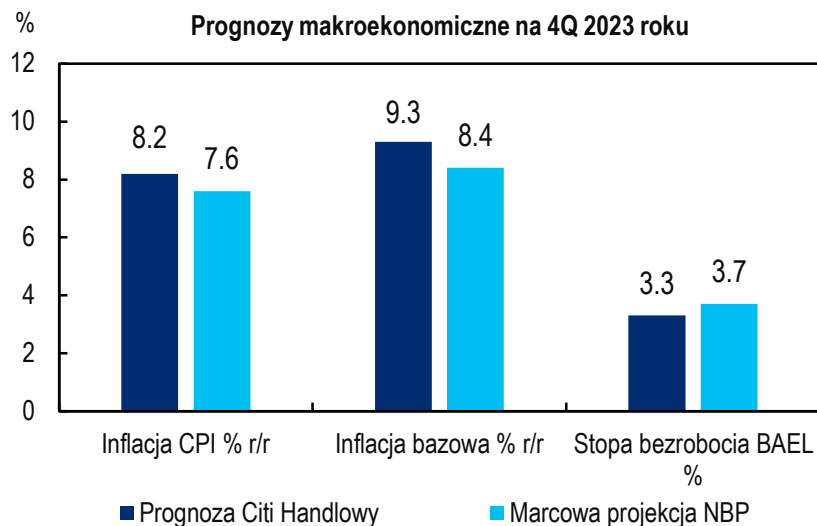
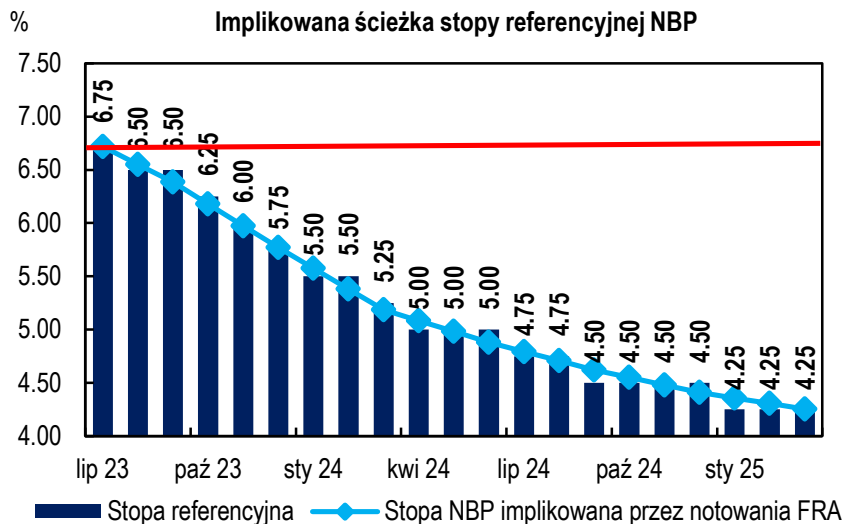
Debata o przyczynach inflacji



Popyt jest wciąż nadmiernie silny

- W ostatnich miesiącach rozgorzała medialna dyskusja na temat roli, jaką zyski firm odegrały w „napędzaniu” inflacji. Naszą analizę tego tematu przedstawiliśmy już w innym [raporcie](#), ale ze względu na zainteresowanie jakie budzi temat, warto podsumować wnioski.
- Otóż rzeczywiście w 2022 r. jednostkowe zyski firm wzrosły wyraźnie. Jak pokazuje wykres obok, rozbijając zmiany cen (deflatora PKB) można pokazać, że komponent przypisywany zyskom miał faktycznie większe znaczenie niż komponent powiązany z płacami. Niemniej wbrew powszechnym (nad)interpretacjom, naszym zdaniem dekompozycja ta nie pokazuje przyczyn inflacji, lecz raczej jej objawy.
- Inflacja to proces, w którym rosnące ceny i koszty pracy wzajemnie na siebie oddziałują i wzmacniają się, ale główną przyczyną jest nadmierny popyt, a nie chęć podnoszenia cen. Bez nadmiernego popytu firmy nie byłyby w stanie pozwolić sobie na znaczne podwyżki cen, a w dalszym etapie pracownicy nie byłoby w stanie wywalczyć odpowiednio wysokich podwyżek płac.
- W sumie cała analiza prowadzi do wniosku, że jedynym skutecznym sposobem obniżenia inflacji byłoby ograniczenie popytu w pobliże, lub poniżej potencjału gospodarki. Dokonać tego może albo polityka pieniężna (wysokie stopy procentowe), albo polityka fiskalna (niższy deficyt).

Czekając na pierwsze cięcie



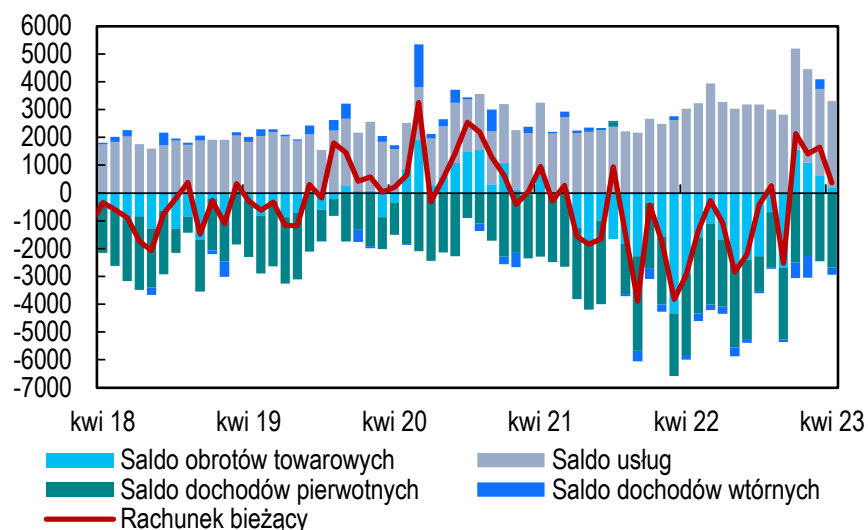
Na razie stopy procentowe bez zmian

- Bez większych zaskoczeń na czerwcowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Komunikat władz monetarnych został utrzymany w wyważonym tonie, nie sugerując bynajmniej szybkich cięć.
- Podczas swojego comiesięcznego wystąpienia, prezes NBP przedstawił dwa ogólne warunki, które pozwoliłyby na rozpoczęcie cięć stóp procentowych: 1) spadek inflacji do poziomów jednocyfrowych; 2) prognozy NBP będą sugerować kontynuację spadku inflacji. Naszym zdaniem pierwszy z powyższych warunków zostanie spełniony w październiku-listopadzie. Również w listopadzie Rada otrzyma nową projekcję, która pozwoli na formułowanie wniosków o przyszłych trendach inflacyjnych. Oznacza to, że listopad jest pierwszym momentem gdy RPP może zdecydować się na cięcie stóp procentowych. Naszym zdaniem cykl może zacząć się nawet później.
- Jednocześnie rynki finansowe wyceniają obecnie scenariusz cięcia stóp już we wrześniu, co wydaje się „ambitnym” założeniem w świetle sygnałów płynących z RPP. Aby do tak szybkiego cięcia doszło, RPP musiałaby dokonać dużego zaostżenia retoryki już na lipcowym posiedzeniu. Spodziewane wyniki projekcji NBP zapewne na to nie pozwolą - nowa projekcja (jeżeli będzie bliska naszym prognozom) przyniesie rewizję inflacji w górę oraz rewizję bezrobocia w dół.

Bilans płatniczy

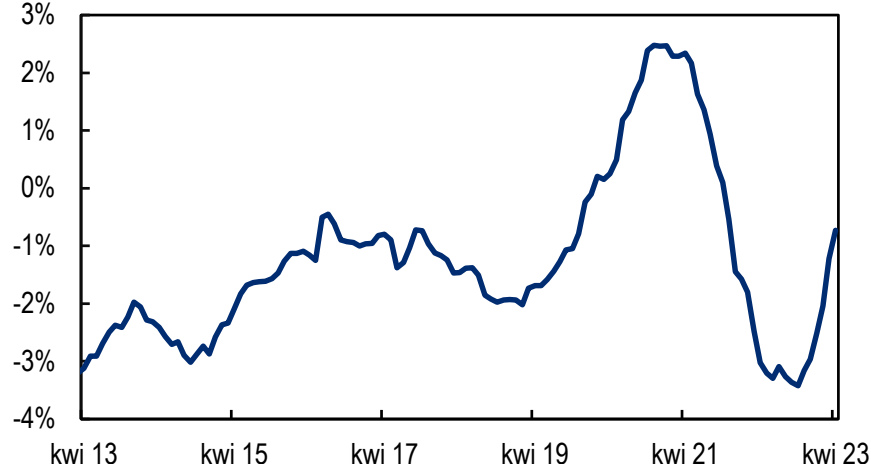
mln EUR

Bilans obrotów bieżących



% PKB

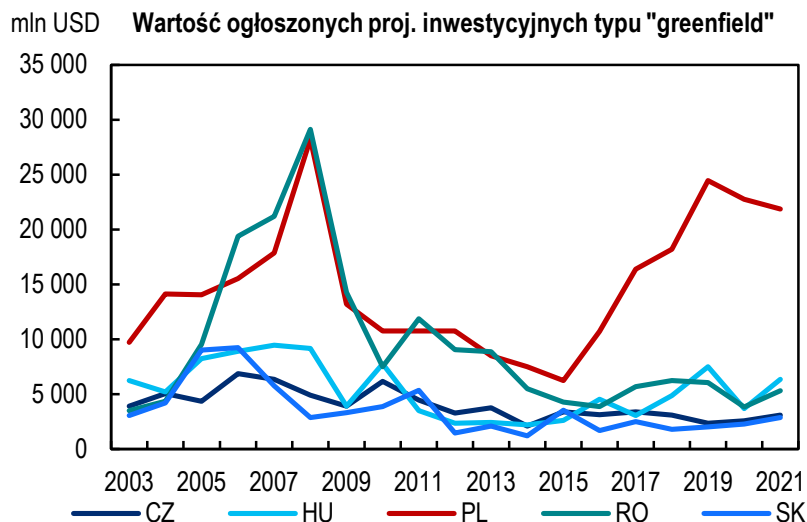
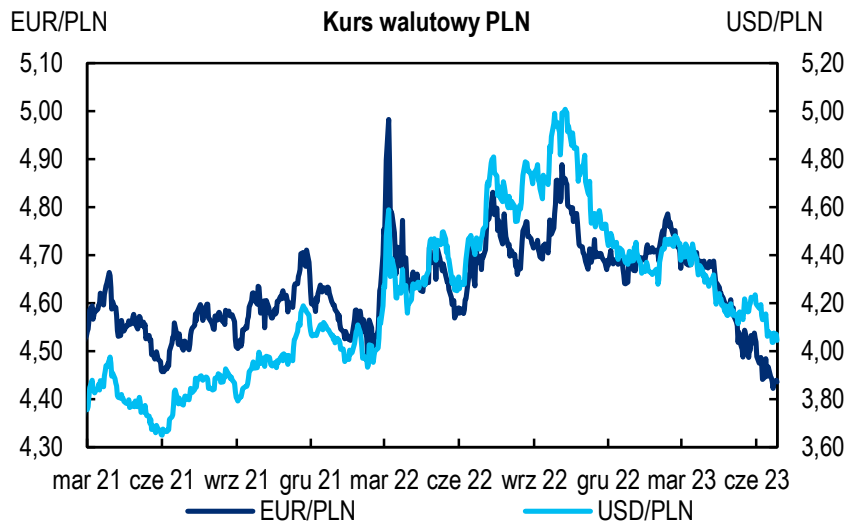
Saldo obrotów bieżących skumulowane za 12 miesięcy



Zadyszka eksportu

- Kwiecień był czwartym miesiącem rzędu z dodatnim saldem handlowym. Jednak nadwyżka na rachunku obrotów bieżących zmniejszyła się do 0,36 mld EUR wobec 1,63 mld EUR miesiąc wcześniej, plasując się znacznie poniżej naszych prognoz.
- Głównym źródłem niespodzianki był słabszy niż zakładaliśmy wzrost eksportu, którego dynamika wyhamowała w kwietniu do 2% r/r z 15% r/r w marcu. Według komunikatu NBP, istotny wzrost eksportu utrzymał się głównie w branży motoryzacyjnej, wciąż korzystającej z odblokowania się światowych łańcuchów dostaw.
- Import obniżył się w kwietniu o 9% r/r wobec spadku o 3% r/r w marcu, do czego w dużej mierze przyczynił się znaczący spadek cen surowców oraz spadek popytu krajowego. Według NBP w kwietniu istotnie zmalał również import produktów rolnych z Ukrainy.
- W ujęciu dwunastomiesięcznym skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących poprawiło się do -0,7% PKB z -1,2% PKB w marcu. W drugiej połowie roku ożywienie konsumpcji może powstrzymać trend poprawy w rachunku bieżącym, jednak całoroczny deficyt zapewne pozostanie na niskim poziomie. Głównymi czynnikami ryzyka pozostają zwiększone wydatki zbrojeniowe oraz ewentualny wzrost cen surowców.

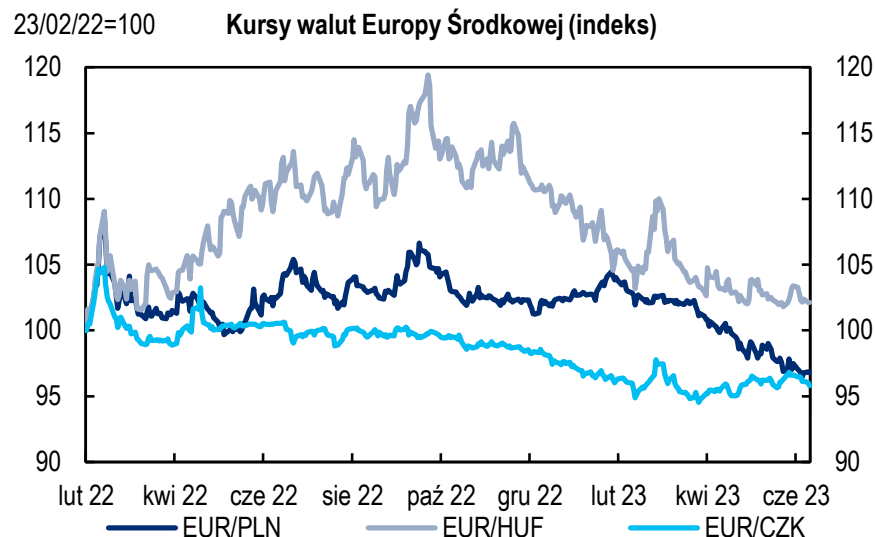
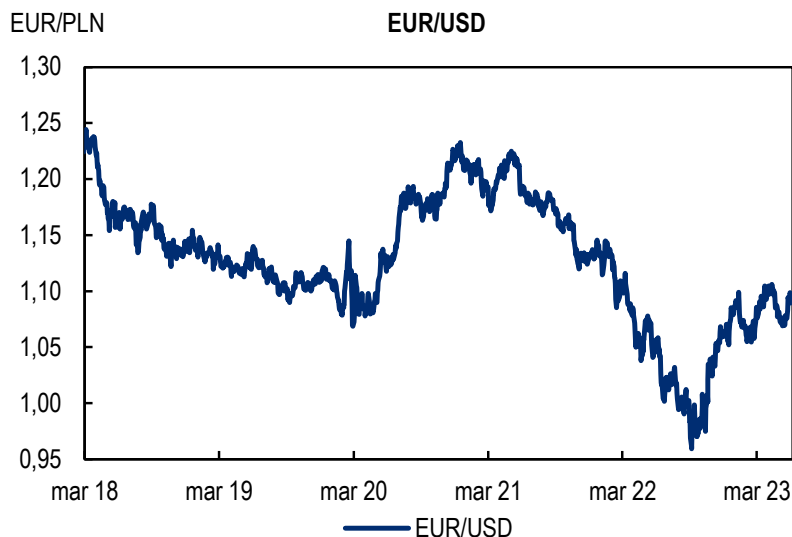
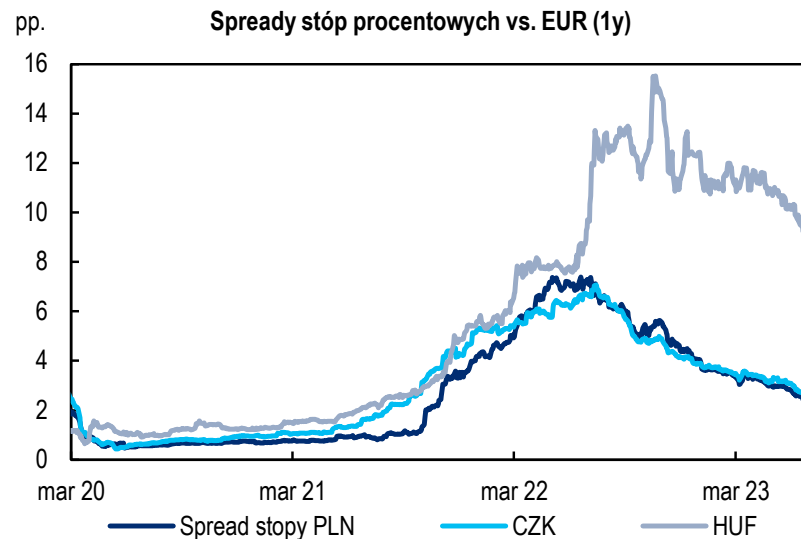
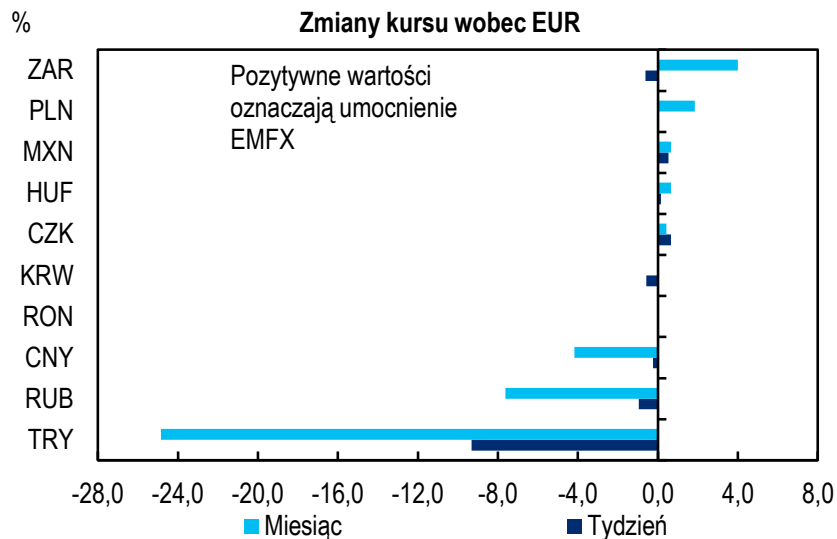
Rynek walutowy



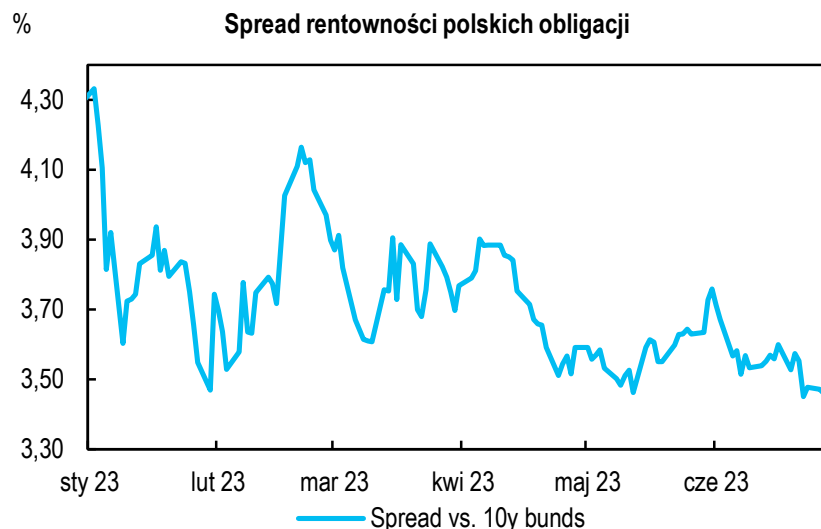
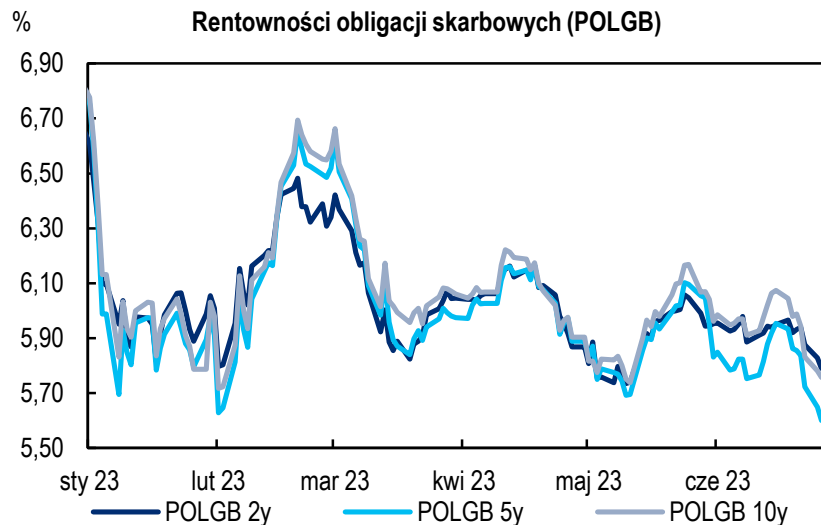
Złoty wciąż zyskuje wobec walut bazowych

- Umocnienie złotego kontynuowane było w czerwcu, co skutkowało spadkiem pary EUR/PLN w pobliże poziomu 4,40, a USD/PLN w okolice 4,02. Skalę wzrostu wartości polskiej waluty widać porównując notowania z dołkami z połowy lutego, kiedy za euro należało płacić blisko 40 groszy więcej, a dolar był blisko 50 groszy droższy.
- W pierwszej połowie roku na złoto pozytywnie wpływało zdecydowane ograniczenie deficytu na rachunku obrotów bieżących w ujęciu roku płynnego. W minionym półroczu rosły przepływy portfelowe od inwestorów zagranicznych (kupujących obligacje denominowane w walutach obcych), a ponadto ogłoszone zostały nowe, duże bezpośrednie inwestycje zagraniczne.
- W najbliższych miesiącach dalszemu umocnieniu złotego mogą przeciwdziałać oczekiwania na obniżki stóp procentowych NBP wobec łagodnej retoryki płynącej z wewnątrz RPP. Ponadto niepewność związana ze zbliżającym się okresem wyborczym przemawia za powstrzymaniem rajdu złotego.
- Uważamy, że para EUR/PLN mogła osiągnąć już tegoroczny dołek i w dalszej części roku kurs będzie zmierzać w stronę poziomu 4,50. W przypadku USD/PLN widzimy potencjał do zejścia notowań poniżej granicy 4,00 wraz z powrotem pary EUR/USD powyżej poziomu 1,10.

Rynek walutowy



Rynek stopy procentowej



Ponowne spadki rentowności obligacji

- Od końca ubiegłego miesiąca polska krzywa dochodowości zanotowała spadek od 15 pb do 35 pb.
- Umocnieniu instrumentów dłużnych towarzyszyły oczekiwania rynkowe na obniżki stóp procentowych w Polsce, które miałyby się zacząć już we wrześniu, a do końca roku wyceniony jest ruch w łącznej skali 75-100 pb.
- Zawężeniu uległ spread polskich obligacji 10-letnich nad niemieckimi, który z poziomu blisko 380 pb na koniec maja zaliczył nowy tegoroczny dołek przy 340 pb. Rentowności obligacji w strefie euro rosły wraz z jastrzębią retoryką EBC, jednak obawy o tempo wzrostu gospodarczego, prowadziły pod koniec czerwca do częściowego odwrócenia tego ruchu.
- Tegoroczne finansowanie potrzeb pożyczkowych było po maju zrealizowane w 85%, jednak ogłoszona nowelizacja budżetu przewiduje wzrost potrzeb netto o ponad 40 mld PLN do 150,6 mld PLN. Urealnienie deficytu nie miało jednak wpływu na wciąż silny popyt na obligacje na aukcjach.
- Widzimy ryzyko powrotu dłuższego końca krzywej w pobliże poziomu 6% w dalszej części roku, na co wpływać mogą przedwyborcze obietnice prowadzące do luzowania fiskalnego. Oczekujemy wystromienia krzywej SPW, gdzie krótki koniec będzie pod wpływem oczekiwań na obniżki stóp procentowych.

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2022							2023					
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	14.9	10.4	7.1	10.9	9.8	6.6	4.4	0.9	1.8	-1.0	-3.1	-6.0	-3.2
Produkcja przemysłowa (% m/m)	1.3	-0.3	-7.0	0.7	9.8	-0.9	2.8	-6.4	-3.2	0.6	14.0	-14.4	4.3
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	14.8	10.0	6.9	11.1	11.0	9.2	6.5	3.4	2.9	-0.8	-0.4	-5.4	-2.7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	13.0	6.0	4.1	5.9	0.2	3.9	4.0	-0.9	2.0	6.6	-1.6	1.1	-0.7
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	8.2	3.2	2.0	4.2	4.1	0.7	1.6	0.2	0.1	-5.0	-7.3	-7.3	-6.8
Stopa bezrobocia (%)	5.4	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2	5.5	5.5	5.4	5.2	5.1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2.4	2.2	2.3	2.4	2.3	2.4	2.2	2.2	1.1	0.8	0.5	0.4	0.4
Ceny													
Inflacja (% r/r)	13.9	15.5	15.6	16.1	17.2	17.9	17.5	16.6	16.6	18.4	16.1	14.7	13.0
Inflacja (% m/m)	1.7	1.5	0.5	0.8	1.6	1.8	0.7	0.1	2.5	1.2	1.1	0.7	0.0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	24.7	25.6	25.5	25.5	24.6	23.1	21.1	20.5	20.1	18.2	10.3	6.2	3.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	1.4	1.6	1.3	0.8	0.2	0.9	-0.3	0.6	2.1	-0.5	-0.6	-1.3	-1.6
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	13.5	13.0	15.8	12.7	14.5	13.0	13.9	10.3	13.5	13.6	12.6	12.1	12.2
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mIn EUR)	-1373	-273	-1070	-2847	-2208	-416	262	-2530	2133	1410	1643	359	-
Saldo obr. towarowych (mIn EUR)	-1589	-1091	-1690	-2555	-2411	-2272	-686	-2698	1559	1102	608	209	-
Eksport f.o.b. (mIn EUR)	27328	27430	25568	26025	28715	28568	30984	25834	27165	27352	30012	26337	-
Eksport (% r/r)	27.5	22.4	20.9	28.1	26.5	23.2	24.2	10.6	13.1	13.5	15.5	2.4	-
Import f.o.b. (mIn EUR)	28917	28521	27258	28580	31126	30840	31670	28532	25606	26250	29404	26128	-
Import (% r/r)	33.8	28.1	21.7	29.6	31.4	24.1	18.3	11.3	5.1	2.3	-3.0	-8.8	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2022							2023					
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.6	6.5	6.2	7.4	7.7	7.0	5.6	5.4	6.9	7.4	6.5	6.7	7.1
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	2.3	1.8	1.8	2.3	3.5	3.6	2.9	3.2	4.0	6.5	9.5	10.1	10.6
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	8.8	8.6	7.7	10.3	12.3	11.4	9.1	11.6	15.9	17.3	12.4	13.0	12.7
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2.5	2.0	0.9	0.2	-0.4	-2.4	-3.4	-3.9	-4.4	-4.9	-5.1	-5.0	-4.5
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	12.2	14.2	15.0	18.8	17.0	14.5	12.0	9.7	10.1	7.9	7.0	3.3	1.9
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	5.25	6.00	6.50	6.50	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75
WIBOR 3M (średnio)	6.32	6.75	6.93	6.94	7.06	7.24	7.33	7.01	6.85	6.83	6.82	6.80	6.80
WIBOR 3M (koniec okresu)	6.49	6.95	6.91	7.01	7.11	7.41	7.18	6.92	6.85	6.84	6.79	6.80	6.80
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	7.31	7.70	8.45	7.97	8.27	9.15	9.65	8.33	7.69	7.10	7.13	6.89	6.96
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	6.36	8.02	7.18	7.18	6.80	8.60	7.05	6.96	5.97	6.27	6.02	6.05	5.99
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	6.92	7.66	6.19	6.40	7.06	8.59	7.05	6.88	5.88	6.52	5.98	6.02	5.99
EUR/PLN (koniec okresu)	4.58	4.68	4.74	4.73	4.87	4.71	4.67	4.69	4.71	4.72	4.68	4.59	4.54
USD/PLN (koniec okresu)	4.27	4.48	4.64	4.74	4.95	4.73	4.51	4.40	4.35	4.45	4.29	4.18	4.26
EUR/USD (koniec okresu)	1.07	1.04	1.02	1.00	0.97	0.99	1.04	1.07	1.08	1.06	1.09	1.10	1.07
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-12.1	-27.7	-34.7	-27.5	-27.5	-27.2	-18.3	12.6	-11.2	0.0	12.0	10.0	20.9
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-40%	-93%	-116%	-92%	-92%	-91%	-61%	42%	-17%	0%	18%	15%	31%

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	682	692	819	948
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.983	2.127	2.288	2.338	2.631	3.078	3.395	3.672
PKB per capita (USD)	13.689	15.348	15.528	15.689	17.908	18.170	21.522	24.939
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	6.9	5.1	0.9	3.0
Inwestycje (% , r/r)	1.6	12.6	6.2	-2.3	1.2	5.0	4.4	0.2
Konsumpcja (% , r/r)	5.4	4.4	4.1	-1.5	5.8	2.0	-0.5	3.7
Konsumpcja indywidualna (% , r/r)	6.3	4.4	3.5	-3.6	6.2	3.3	-1.1	4.5
Eksport (% , r/r)	9.0	6.8	5.3	-1.1	12.3	6.2	1.9	5.4
Import (% , r/r)	9.9	7.5	3.2	-2.4	16.1	6.2	-2.7	6.8
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% , r/r)	2.1	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	8.0	5.8
Inflacja CPI (% średnia)	2.0	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	12.2	6.4
Płace nominalne (% , r/r)	5.9	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	12.4	9.5
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	6.00	5.85
USD/PLN (Koniec okresu)	3.47	3.76	3.79	3.77	4.04	4.38	3.93	3.85
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.14	3.87
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.50	4.56
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.56	4.52

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	-20.8	-8.1	-18.0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0.2	-1.9	-0.2	2.4	-1.4	-3.0	-1.0	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	1.5	-6.1	-4.9	7.9	-9.0	-25.6	-16.8	-27.1
Eksport	228.2	254.0	246.6	251.3	311.7	337.6	388.2	430.1
Import	226.6	260.1	251.5	243.4	320.7	363.2	404.9	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	-4.8
Saldo pierwotne sektora	0.1	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-2.3	-3.7	-2.4
Dług publiczny (Polska metodologia)	48.5	46.3	43.3	47.6	43.7	39.3	40.3	41.6

Prognozy długoterminowe

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	5.1	0.9	3.0	3.3	3.4	3.4
Inflacja CPI (% średnia)	14.3	12.2	6.4	4.3	3.0	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.0	-1.0	-1.9	-1.9	-1.8	-1.6
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	6.75	6.75	5.25	4.25	4.00	4.00
USD/PLN (Koniec okresu)	4.38	3.93	3.85	3.87	3.94	4.00
USD/PLN (Średnia)	4.45	4.14	3.87	3.85	3.90	3.97
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.50	4.56	4.62	4.65	4.68
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.56	4.52	4.60	4.63	4.67



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.