

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciolek, CFA
Zuzanna Mroczka
Lipiec 2023

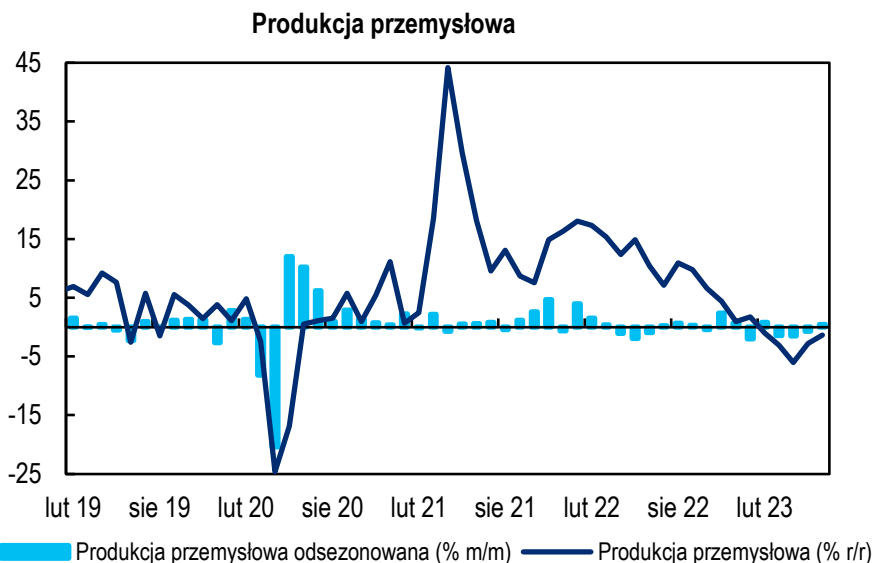
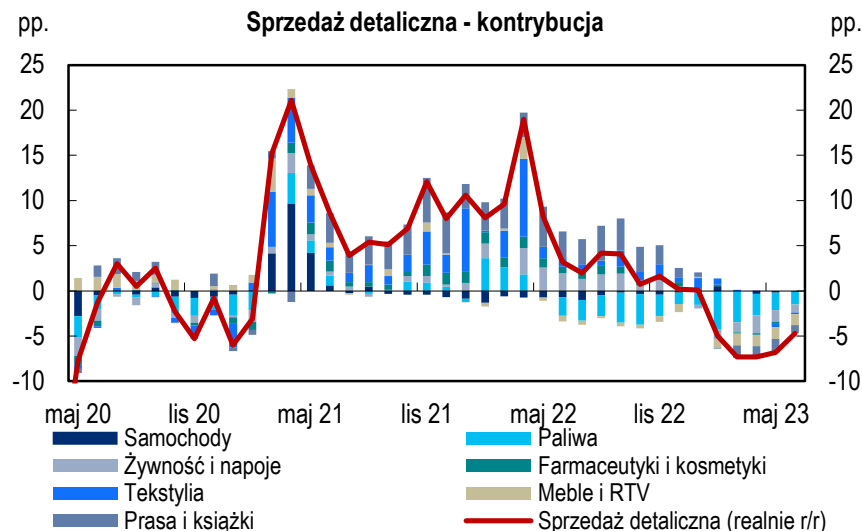
CitiMonthly

Łagodny zwrot

Podsumowanie

- Najciekawszym wydarzeniem minionego miesiąca był zwrot Rady Polityki Pieniężnej w kierunku łagodnej retoryki oraz zapowiedź obniżek stóp po wakacjach. RPP wydaje się przekonana do takiego ruchu, a dyskusja, która teraz trwa dotyczy raczej tego kiedy konkretnie po wakacjach dojdzie do pierwszej obniżki, a nie czy do niej dojdzie.
- Według przedstawicieli RPP drzwi do złagodzenia polityki pieniężnej otworzą się, gdy tylko inflacja spadnie poniżej 10%. Naszym zdaniem dojdzie do tego we wrześniu, co pozwoliłoby na cięcie stóp na październikowym posiedzeniu RPP. Mimo to, naszym zdaniem, obniżka we wrześniu jest możliwa.
- Rynki finansowe wyceniają ponad 100 pb obniżek już w tym roku oraz kolejne 150 pb w 2024 roku. Scenariusz ten wydaje się ambitny, szczególnie w świetle projekcji inflacyjnych NBP pokazujących wskaźnik CPI powyżej celu RPP nie tylko w 2024 roku, lecz również w 2025 roku. O ile w krótkim okresie RPP może dowolnie kształtować stopy procentowe, w dłuższym horyzoncie reakcja gospodarki może pokrzyżować plany łagodzenia monetarnego.
- Jeżeli chodzi o aktywność gospodarczą, dostępne dane utwierdzają nas w przekonaniu, że w II kwartale PKB ponownie spadł w porównaniu z analogicznym okresem 2022 r. W całym roku wzrost może wynieść 0-1%, jednak będzie to uzależnione od siły odbicia konsumpcji w drugiej połowie roku. Pozytywnym czynnikiem pozwalającym na pewien optymizm jest dobra sytuacja na rynku pracy oraz ponownie rosnące płace realne.

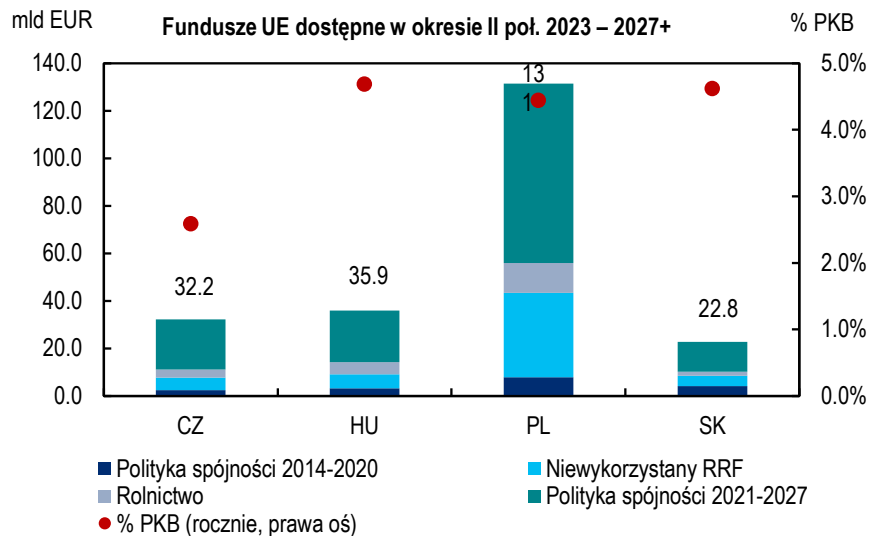
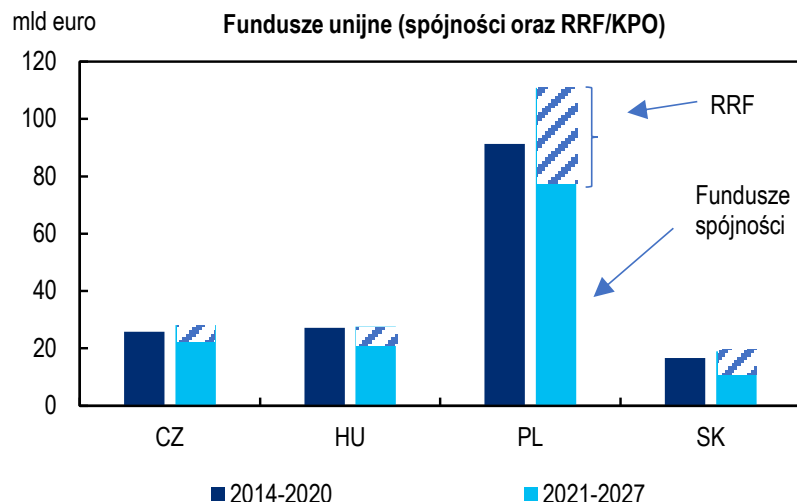
Konsumpcja i produkcja wciąż spadają



Aktywność zaliczyła dołek w I połowie roku

- Sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym w porównaniu z ubiegłym rokiem wciąż spada (w czerwcu o 4,7%), jednak oczekujemy, że dołek w konsumpcji został już osiągnięty w pierwszej połowie roku. Popyt powinien być teraz wspierany przez wzrost realnych wynagrodzeń, gdyż spadek inflacji jest szybszy niż w przypadku dynamiki nominalnych wynagrodzeń. W poprzednim miesiącu największy ujemny wkład do sprzedaży miały paliwa (efekt niższych cen ropy). Spadek sprzedaży był wynikiem również niższego zapotrzebowania na żywność oraz meble i RTV.
- Produkcja przemysłowa również obniżała się w relacji do ubiegłego roku (-1,4% r/r w czerwcu), jednak podobnie jak w przypadku sprzedaży widzimy oznaki zbliżającego się dołka. Po odsezonowaniu i korekcie o liczbę dni roboczych, produkcja przemysłowa rosła o 0,4% m/m. Słabość produkcji przemysłowej to w dużym stopniu pokłosie problemów głównych partnerów handlowych Polski.
- Nasz optymizm wobec drugiej połowy roku studzą nieco ostatni odczyty indeksów PMI, które wskazują na silną recesję w niemieckim przetwórstwie przemysłowym. Uwagę w niemieckich danych zwraca brak nowych zamówień, wygasanie presji cenowej (zarówno półproduktów jak i dóbr finalnych) oraz poluzowanie sytuacji na rynku pracy poprzez silne spowolnienie wzrostu zatrudnienia.

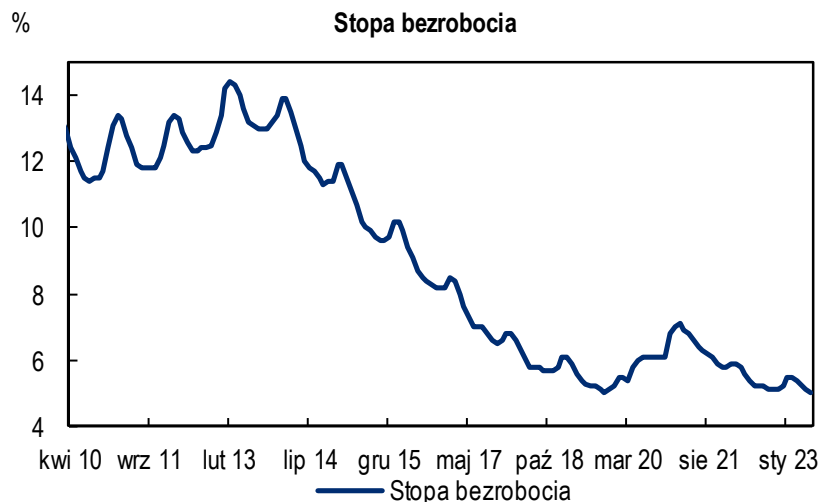
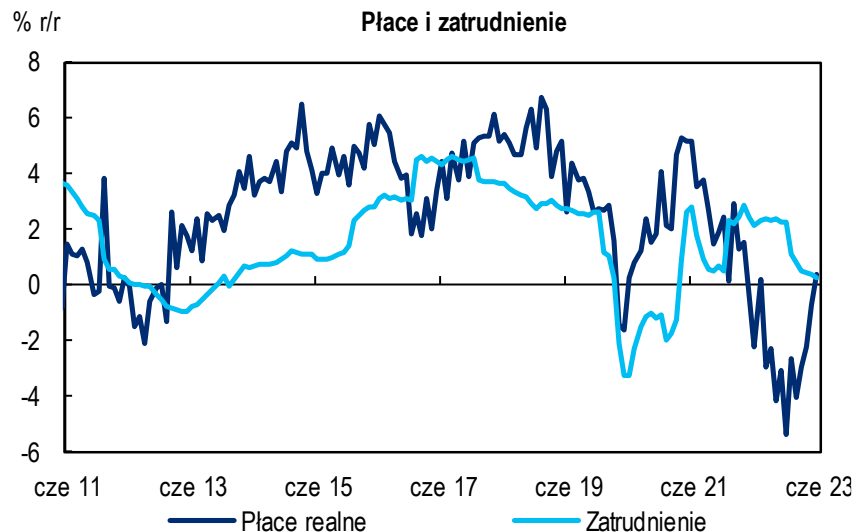
Fundusze unijne



Nadchodzi „chudy” rok

- Czynnikiem podtrzymującym aktywność gospodarczą w pierwszej połowie roku był silny wzrost nakładów inwestycyjnych, który przynajmniej częściowo można wiązać z przyspieszoną realizacją projektów współfinansowanych ze środków z UE. Do końca roku Polska może jeszcze korzystać z funduszy z poprzedniej perspektywy finansowej (2014-2020), ale środki niewykorzystane do grudnia ostatecznie przepadną. Według danych KE z tej puli pozostało do wypłaty wciąż blisko 8 mld euro (9% całości).
- Po dobrym 2023 roku, kolejny rok przyniesie jednak spadek w absorpcji związany z wygaśnięciem dostępu do środków z poprzedniego budżetu. Dodatkowo przez ostatnie dwa lata Polska nie była w stanie uruchomić funduszy z KPO, podczas gdy dla porównania inne kraje regionu (Czechy, Rumunia, Słowacja) otrzymały już 22-31% środków z tego źródła. Przekładając to na dane krajowe, gdyby dostęp do KPO nie był zablokowany Polska mogłaby dotychczas otrzymać 8-11 mld euro (ponad 1% PKB).
- Ustawa mająca potencjalnie odblokować środki z KPO czeka od lutego na rozpatrzenie przez Trybunał Konstytucyjny i na razie nie jest jasne czy w ciągu najbliższych miesięcy ta sytuacja ulegnie zmianie. Dlatego coraz poważniej można liczyć się z ryzykiem, że środki z KPO nie będą dostępne również w 2024 roku lub przynajmniej przez część tego roku.

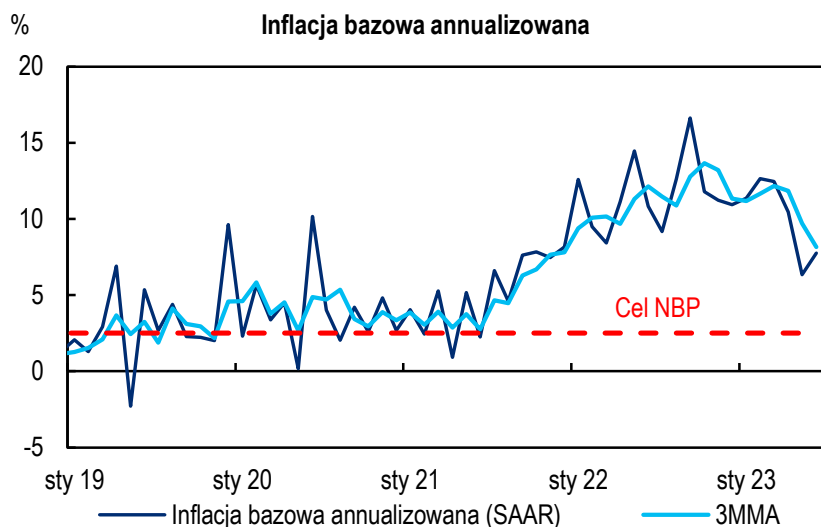
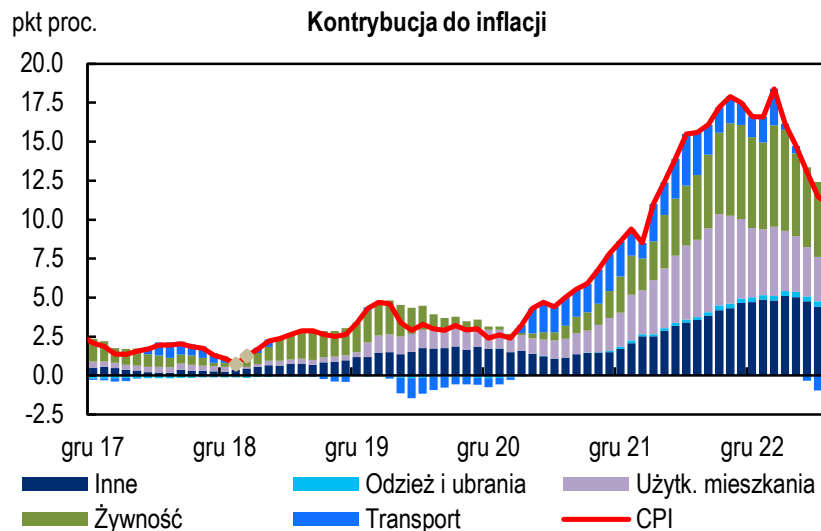
Rynek pracy



Realne wynagrodzenia rosną

- W czerwcu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 11,9% r/r wobec odczytu na poziomie 12,2% r/r w maju. Był to wynik niższy od naszych oraz rynkowych oczekiwań. Co więcej, o ile dotychczas płace realne rosły tylko w porównaniu do poprzedniego miesiąca, w czerwcu wreszcie odnotowano wzrost w porównaniu z poprzednim rokiem (+0,4% r/r). Odczyt ten jest pierwszym dodatnim odczytem od lipca zeszłego roku.
- Nominalnie płace rosły najszybciej w sektorze usług administrowania i działalności wspierającej (16,2% r/r) oraz w transporcie (14,9% r/r). Natomiast spadek płac odnotował sektor górniczy (-4,9% r/r), który jeszcze miesiąc temu cieszył się największym rocznym wzrostem wśród wszystkich sekcji. Ten ostatni spadek przypisujemy jednak statystycznym efektom – wysokiej bazie odniesienia.
- Zatrudnienie w czerwcu wzrosło zaledwie o 0,2% r/r, co było poniżej konsensusu (0,4%). W ciągu miesiąca z sektora przedsiębiorstw ubyło 4,9 tys. miejsc pracy, z czego większość (2,9 tys.) w sektorze przemysłowym.
- Z kolei stopa bezrobocia obniżyła się czwarty miesiąc z rzędu z 5,1% w zeszłym miesiącu do 5% w czerwcu i wciąż pozostaje na rekordowo niskich poziomach.

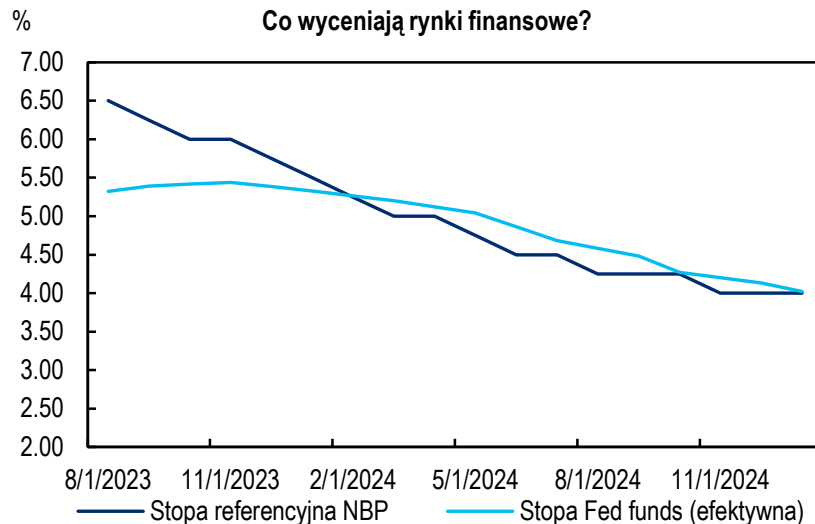
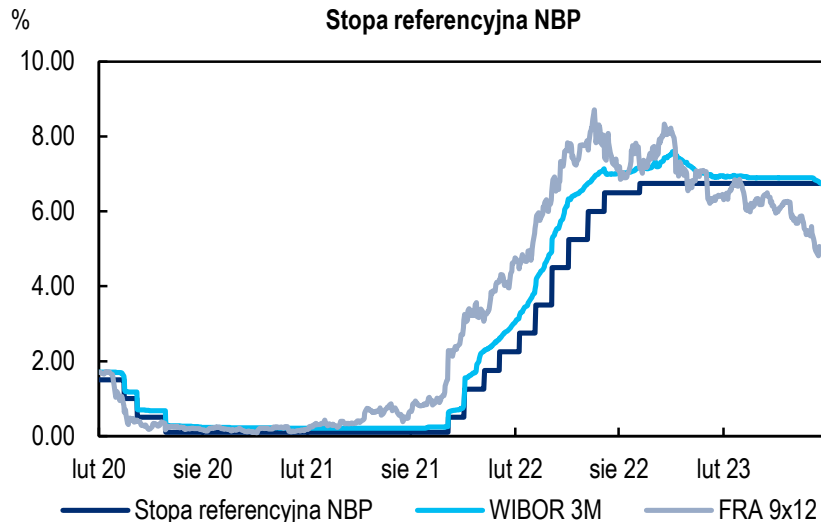
Inflacja stopniowo w dół



Celu nie widać na horyzoncie

- W czerwcu wskaźnik CPI wyniósł 11,5% r/r i był po raz kolejny wyraźnie niższy niż w poprzednim miesiącu (13%).
- Choć spadek wynikał przede wszystkim z tego, że tegoroczny poziom cen jest porównywany z okresem dynamicznych podwyżek w trakcie 2022 roku, dane przyniosły też dobre informacje. Przede wszystkim miesięczne wzrosty cen bazowych (a więc innych cen niż żywność, paliwa i energia) były wyraźnie słabsze niż w pierwszych miesiącach 2023 roku, choć wciąż zdecydowanie za wysokie aby uznać problem inflacyjny za rozwiązany.
- Czynnikami, który pomaga ograniczyć CPI jest silniejszy złoty oraz niższe ceny surowców. Niemniej naszym zdaniem ze względu na niesprzyjające warunki pogodowe i suszę, ceny żywności nieprzetworzonej w sierpniu i wrześniu mogą być źródłem niespodzianek. W dłuższym horyzoncie czynnikiem proinflacyjnym będzie wcześniejsze rozpoczęcie obniżek przez RPP (strona 7).
- Oczekujemy, że jeszcze w sierpniu inflacja utrzyma się powyżej 10%, a do jednocyfrowych poziomów spadnie dopiero we wrześniu. W kolejnych miesiącach trend spadkowy CPI wyhamuje, a w całym przyszłym roku ceny wzrosną przeciętnie o blisko 6%, a więc ponad dwukrotnie więcej niż wynosi cel inflacyjny RPP.

Polityka pieniężna



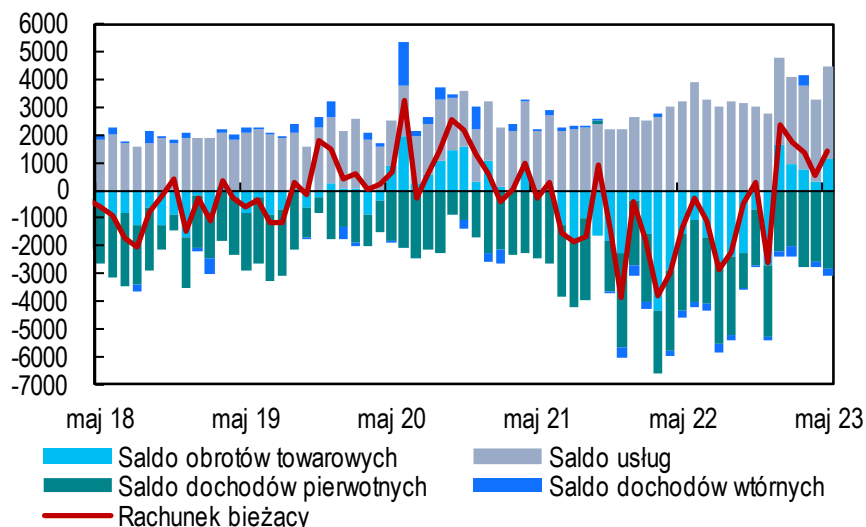
Gołębi zwrot

- W lipcu Rada Polityki Pieniężnej dokonała wyraźnego zwrotu w kierunku łagodniejszej polityki monetarnej. Co prawda stopa referencyjna pozostała bez zmian (6,75%), jednak prezes Głapiński zasygnalizował, że do pierwszej obniżki stóp dojdzie po wakacjach.
- Złagodzenie tonu jest o tyle zaskakujące, że na tym samym posiedzeniu RPP zapoznana się z wynikami projekcji NBP, która zrewidowała inflację oraz inflację bazową na 2025 r. w górę. Co więcej, na koniec horyzontu projekcji inflacja wciąż jest wyższa od celu. Projekcja jest przygotowywana przy założeniu stałych stóp procentowych, a ewentualne obniżki zwiększą rozbieżność między CPI i celem RPP.
- Zdaniem szefa banku centralnego wystarczającym warunkiem do cięcia stóp wciąż ma być spadek inflacji do jednocyfrowych poziomów. Spodziewamy się, że nastąpi to we wrześniu, co *de facto* otworzyłoby drogę do obniżki już na październikowym posiedzeniu RPP. Z drugiej strony, biorąc pod uwagę nierzadkie zwroty w komunikacji RPP, obniżka stóp już we wrześniu jest jak najbardziej możliwa.
- W sumie po lipcowym posiedzeniu RPP skorygowaliśmy nasz scenariusz, przenosząc dwie obniżki z 2024 r. na ostatni kwartał 2023. W rezultacie spodziewamy się, że na koniec 2023 r. stopa referencyjna wyniesie 6,25%, a na koniec 2024 r. 5,25% (bez zmian vs. poprzednia prognoza).

Bilans płatniczy

mln EUR

Bilans obrotów bieżących



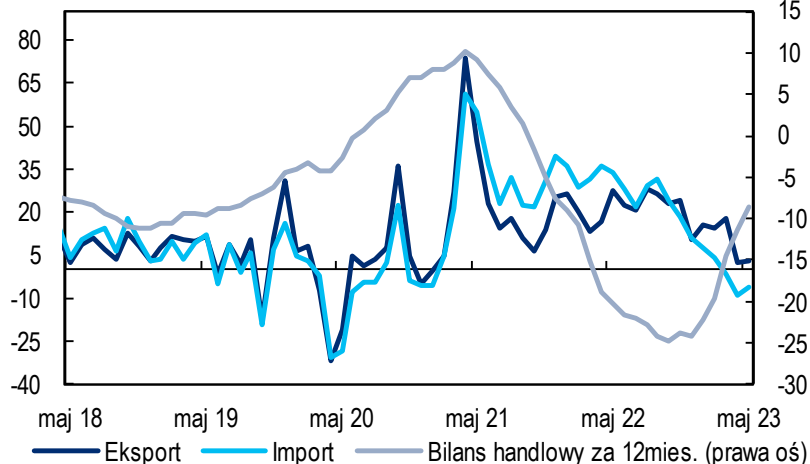
Hamowanie eksportu

- W maju ponownie odnotowano nadwyżkę na rachunku bieżącym, która zwiększyła się względem kwietnia (0,53 mld EUR) i wyniosła 1,39 mld EUR. Był to odczyt zbliżony do naszych prognoz i jednocześnie wyższy od przewidywań rynkowych. Dodatni bilans obrotów bieżących jest wynikiem salda usług, które wyniosło w maju 3,4 mld EUR.
- Dynamika eksportu wciąż hamuje. W maju eksport wzrósł zaledwie o 0,8% r/r, a NBP ponownie wskazał, że wzrostowa tendencja jest skutkiem dalszego wzmożonego eksportu w branży motoryzacyjnej (akumulatory litowo-jonowe oraz samochody dostawcze), która nadal korzysta z odblokowania łańcuchów dostaw. Najgłębsze spadki eksportu odnotowano natomiast w przypadku towarów zaopatrzeniowych i paliw.
- Import nadal pozostaje dość słaby i ponownie obniżył się o 8,4% r/r. Spadek importu był spowodowany głównie zmniejszeniem zakupów towarów zaopatrzeniowych, paliw oraz dóbr konsumpcyjnych.
- Skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących w ujęciu dwunastomiesięcznym poprawiło się i wyniosło -0,3% PKB (w kwietniu było to -0,7% PKB).

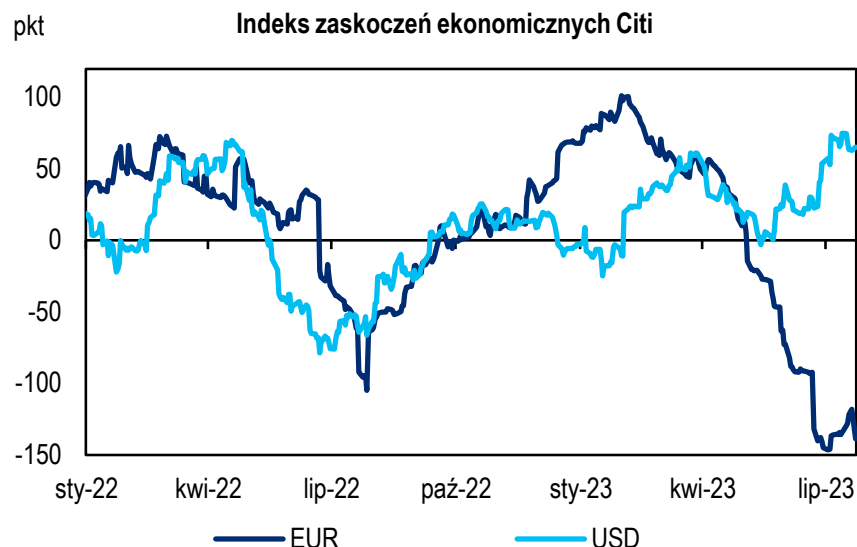
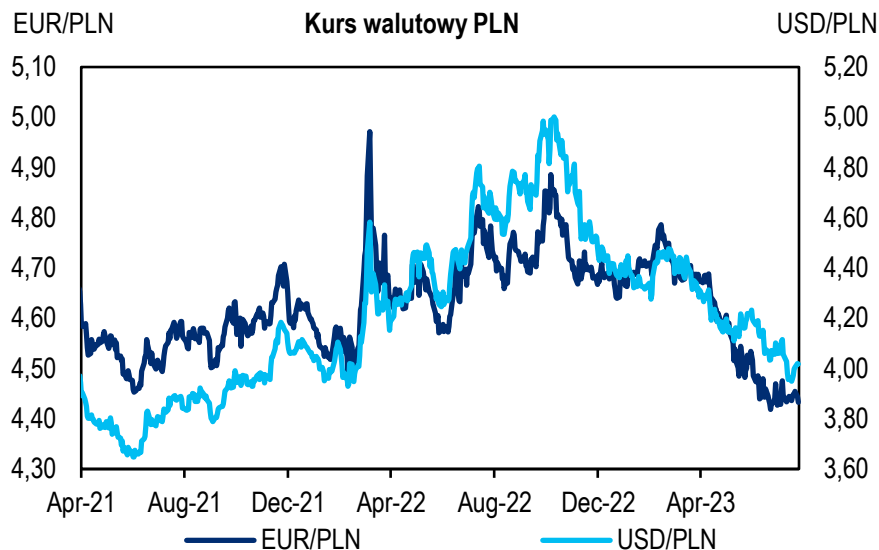
% r/r

Obroty towarowe

mld EUR



Rynek walutowy

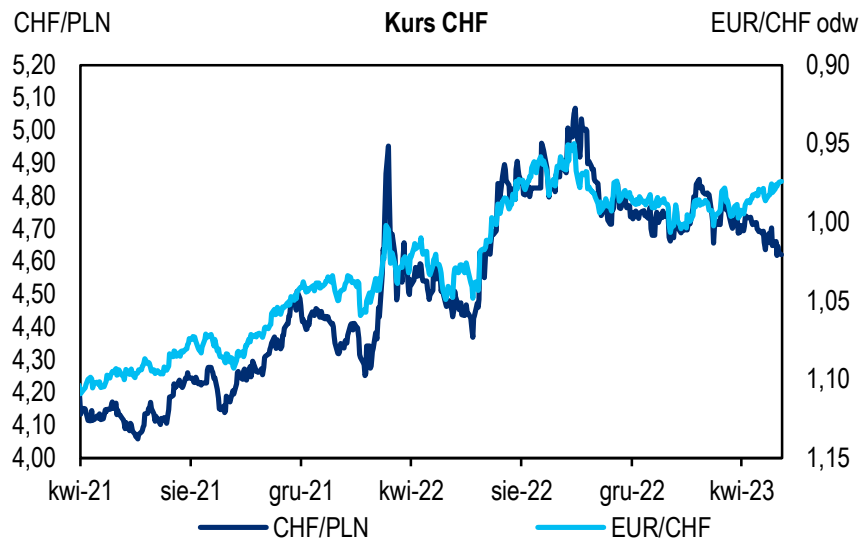
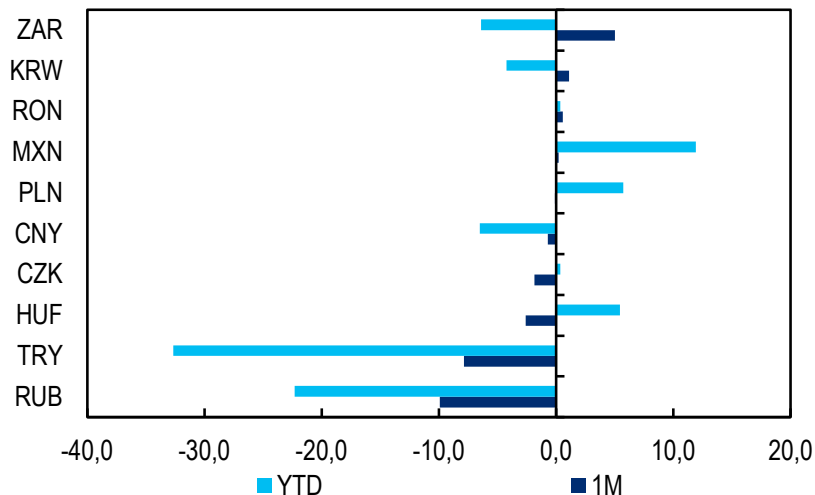


Złoty wciąż zyskuje wobec walut bazowych

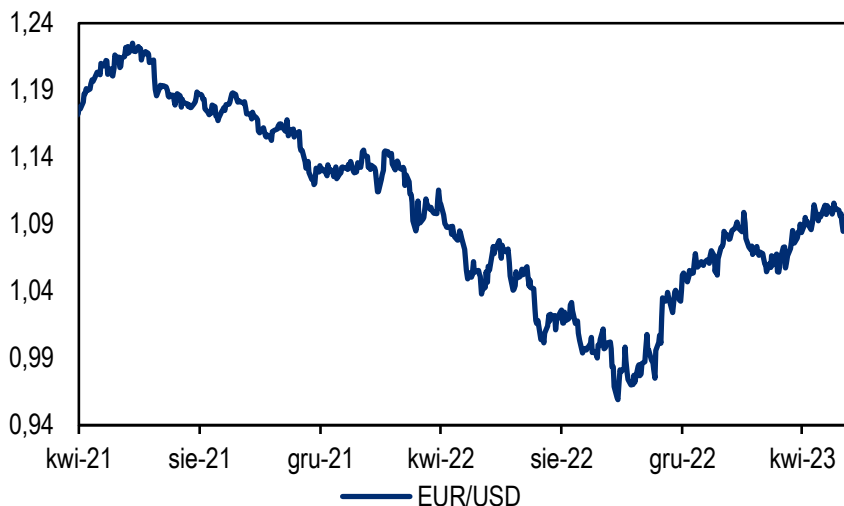
- Rajd złotego w relacji do euro z poprzednich miesięcy zdecydowanie wyhamował, a para EUR/PLN poruszała się w czerwcu w przedziale 4,40-4,50, kończąc miesiąc nieco poniżej połowy tego zakresu. Polska waluta była bardziej zmienna wobec dolara amerykańskiego, gdyż kurs USD/PLN ze szczytu w okolicy poziomu 4,15 schodził nawet do 3,93 (koniec miesiąca bliżej 4,02).
- Czynniki, które wspierały polską walutę w poprzednich miesiącach nie uległy istotniej zmianie, gdyż wciąż poprawiało się saldo rachunku obrotów bieżących. Z kolei zbliżające się obniżki stóp procentowych oraz cykl wyborczy będą naszym zdaniem w krótkim terminie ograniczały pole do dalszego umocnienia złotego, zwłaszcza, że dostęp do środków z KPO w przewidywalnej przyszłości jest mało prawdopodobny (wciąż brak kworum w Trybunale Konstytucyjnym). Dlatego oczekujemy, że w dalszej części roku para EUR/PLN będzie zmierzała w stronę poziomu 4,50.
- Lipiec charakteryzował się dużą amplitudą na kursie EUR/USD (1,08-1,12). Dane wskazujące na opadającą presję inflacyjną wpływają zarówno na oczekiwania wobec działań EBC jak i Fed. Wspólna waluta znalazła się pod koniec lipca pod presją wobec słabych danych z gospodarki realnej strefy euro.

Rynek walutowy

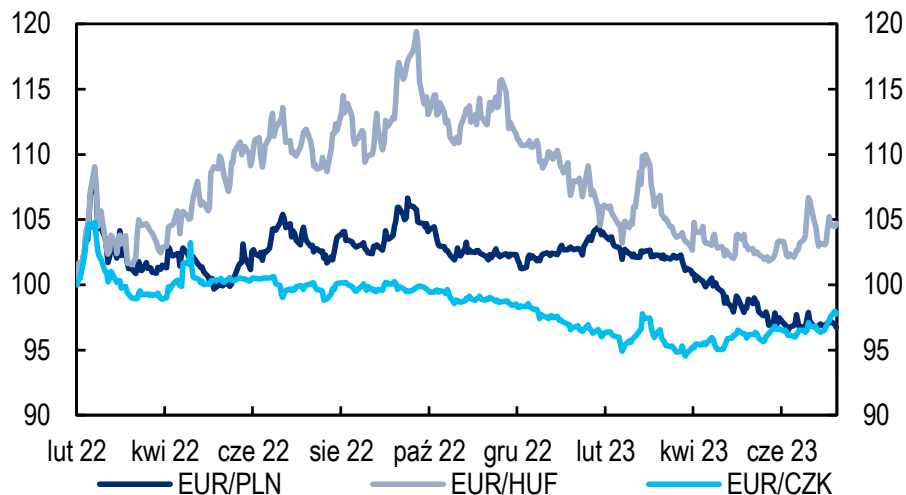
% Słabsza waluta EM **Stopa zwrotu EM FX vs. EUR** Silniejsza waluta EM



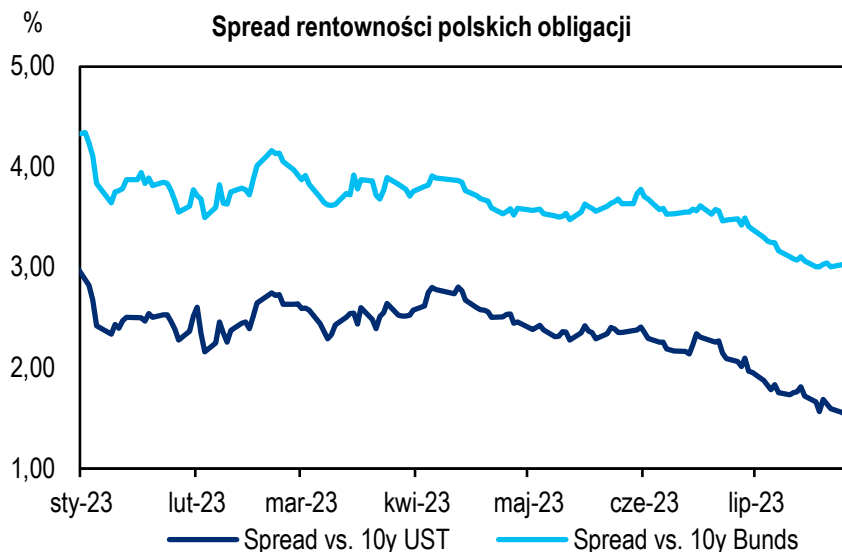
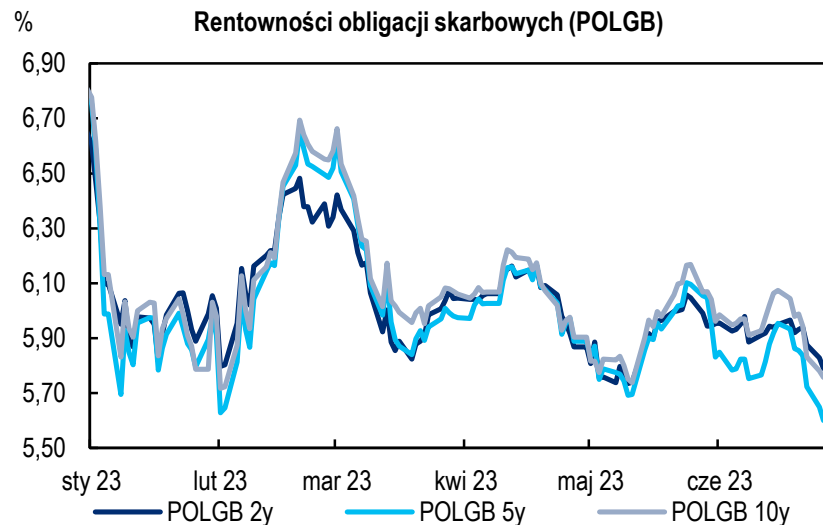
EUR/USD



23/02/22=100 **Kursy walut Europy Środkowej (indeks)**



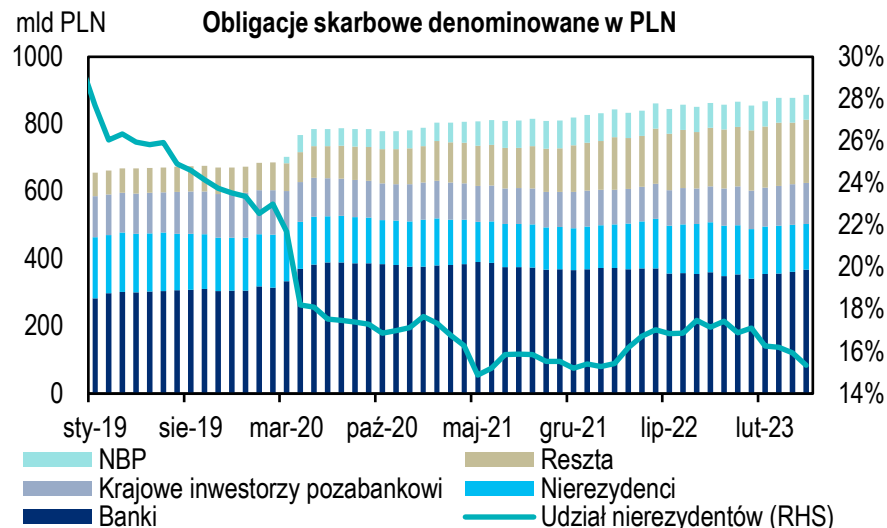
Rynek stopy procentowej



Ponowne spadki rentowności obligacji

- W lipcu krzywa polskich obligacji skarbowych przesunęła się w dół od 40 pb na krótkim końcu do 35 pb na długim końcu.
- Istotny wpływ na notowania na polskim rynku dłużnym miała komunikacja ze strony RPP. Duże prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych jeszcze w tym roku dawało wsparcie polskim obligacjom. Rynkowe wyceny wskazują, że do końca roku stopa referencyjna będzie o około 100 pb niższa, a do końca przyszłego roku zbliży się do 4% z obecnych 6,75%.
- Naszym zdaniem rynek wycenia zbyt agresywny scenariusz łagodzenia polityki pieniężnej, co w połączeniu ze zbliżającym się okresem wyborczym i możliwym dalszym poluzowaniem polityki fiskalnej będzie ograniczało przestrzeń do spadku rentowności obligacji skarbowych. Oczekujemy, że w trzecim kwartale obligacje 2-letnie będą notowane w okolicy 5,40%, 5-letnie przy 5,50%, a 10-letnie na 5,60%.
- Spread polskich obligacji 10-letnich wobec niemieckich i amerykańskich obniżył się do ok 300 pb oraz blisko 150 pb. Dlatego uważamy, że ewentualna bardziej gołębia retoryka EBC oraz Fed nie powinna istotnie (pośrednio) wzmacniać polskiego rynku dłużnego.

Inwestorzy zagraniczni na polskim rynku dłużnym



Zagranica zainteresowana walutami obcymi

- Dane (dostępne do maja) wskazują, że inwestorzy zagraniczni sukcesywnie w ostatnich miesiącach zmniejszają swoje pozycje w obligacjach skarbowych denominowanych w polskiej walucie. W tym roku wartość portfeli nierezydentów spadła o ponad 10 mld PLN, a ich udział w dźugu złotowym spadł z 17% do 15%. Inwestorzy zagraniczni nie tylko nie rolują zapadającego dźugu, ale również go aktywnie sprzedają - w maju przy braku zaplanowanych wykupów wartość nominalna inwestycji spadła o 3,7 mld PLN.
- W strukturze posiadaczy polskich obligacji wciąż przeważają krajowe banki (blisko 50%, w tym NBP), nieco rośnie zaangażowanie lokalnych funduszy inwestycyjnych (+4,5 mld PLN w tym roku) oraz gospodarstw domowych (+6,5 mld PLN).
- Jednocześnie inwestorzy zagraniczni wykazują zainteresowanie obligacjami emitowanymi w walutach obcych. W ostatnich miesiącach emisje obligacji Skarbu Państwa denominowane w walutach obcych znajdowały swoich odbiorców głównie wśród nierezydentów. Zadłużenie walutowe jest obecnie wyższe o około 17 mld PLN niż miało to miejsce na koniec ubiegłego roku. Duże emisje z gwarancjami Skarbu Państwa plasował również BGK, gdzie sporym zainteresowaniem cieszyły się emisje denominowane w USD oraz JPY.

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2022							2023					
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	10,4	7,1	10,9	9,8	6,6	4,4	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,4
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-0,3	-7,0	0,7	9,8	-0,9	2,8	-6,4	-3,2	0,6	14,0	-14,4	4,7	1,2
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	10,0	6,9	11,1	11,0	9,2	6,5	3,4	2,9	-0,8	-0,4	-5,4	-2,2	-0,7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	6,0	4,1	5,9	0,2	3,9	4,0	-0,9	2,0	6,6	-1,6	1,1	-0,6	1,5
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	3,2	2,0	4,2	4,1	0,7	1,6	0,2	0,1	-5,0	-7,3	-7,3	-6,8	-4,7
Stopa bezrobocia (%)	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,2	5,1	5,0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	2,2	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2
Ceny													
Inflacja (% r/r)	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5
Inflacja (% m/m)	1,5	0,5	0,8	1,6	1,8	0,7	0,1	2,5	1,2	1,1	0,7	0,0	0,0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	25,6	25,5	25,5	24,6	23,1	21,1	20,5	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,5
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	1,6	1,3	0,8	0,2	0,9	-0,3	0,6	2,1	-0,5	-0,6	-1,3	-1,9	-0,7
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	13,0	15,8	12,7	14,5	13,0	13,9	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-273	-1070	-2847	-2208	-439	283	-2635	2381	1738	1355	529	1392	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1091	-1690	-2555	-2411	-2272	-686	-2698	1619	968	789	327	1111	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	27430	25568	26025	28715	28568	30984	25834	27790	27631	30703	26408	28221	-
Eksport (% r/r)	22,4	20,9	28,1	26,5	23,2	24,2	10,6	15,7	14,7	18,1	2,6	3,3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	28521	27258	28580	31126	30840	31670	28532	26171	26663	29914	26081	27110	-
Import (% r/r)	28,1	21,7	29,6	31,4	24,1	18,3	11,3	7,4	3,9	-1,4	-8,9	-6,2	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2022							2023					
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6,5	6,2	7,4	7,7	7,0	5,6	5,4	6,9	7,4	6,5	6,7	7,1	7,9
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	1,8	1,8	2,3	3,5	3,6	2,9	3,2	4,0	6,5	9,5	10,1	10,6	11,4
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	8,6	7,7	10,3	12,3	11,4	9,1	11,6	15,9	17,3	12,4	13,0	12,7	13,5
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2,0	0,9	0,2	-0,4	-2,4	-3,4	-3,9	-4,4	-4,9	-5,1	-5,0	-4,5	-5,0
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	14,2	15,0	18,8	17,0	14,5	12,0	9,7	10,1	7,9	7,0	3,3	1,9	0,8
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	6,00	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
WIBOR 3M (średnio)	6,75	6,93	6,94	7,06	7,24	7,33	7,01	6,85	6,83	6,82	6,80	6,80	6,80
WIBOR 3M (koniec okresu)	6,95	6,91	7,01	7,11	7,41	7,18	6,92	6,85	6,84	6,79	6,80	6,80	6,80
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	7,70	8,45	7,97	8,27	9,15	9,65	8,33	7,69	7,10	7,13	6,89	6,96	6,34
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	8,02	7,18	7,18	6,80	8,60	7,05	6,96	5,97	6,27	6,02	6,05	5,99	5,75
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	7,66	6,19	6,40	7,06	8,59	7,05	6,88	5,88	6,52	5,98	6,02	5,99	5,63
EUR/PLN (koniec okresu)	4,68	4,74	4,73	4,87	4,71	4,67	4,69	4,71	4,72	4,68	4,59	4,54	4,45
USD/PLN (koniec okresu)	4,48	4,64	4,74	4,95	4,73	4,51	4,40	4,35	4,45	4,29	4,18	4,26	4,11
EUR/USD (koniec okresu)	1,04	1,02	1,00	0,97	0,99	1,04	1,07	1,08	1,06	1,09	1,10	1,07	1,09
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-27,7	-34,7	-27,5	-27,5	-27,2	-18,3	12,6	-11,2	0,0	12,0	10,0	20,9	12,7
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-93%	-116%	-92%	-92%	-91%	-61%	42%	-17%	0%	18%	15%	31%	19%

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	947
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,983	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,392	3,668
PKB per capita (USD)	13,689	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,526	24,910
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	7,2	5,8
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,9	5,9
Place 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	6,25	5,25
WIBOR3M, (% , koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	6,44	5,26
Rentowność obligacji 10-letniej (% , koniec okresu)	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,50	5,30
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	-20,6	-8,0	-17,9
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	11,9	5,9	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	6,25	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 Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolk@citi.com

Zuzanna Mrocza

Stażystka

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.