

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

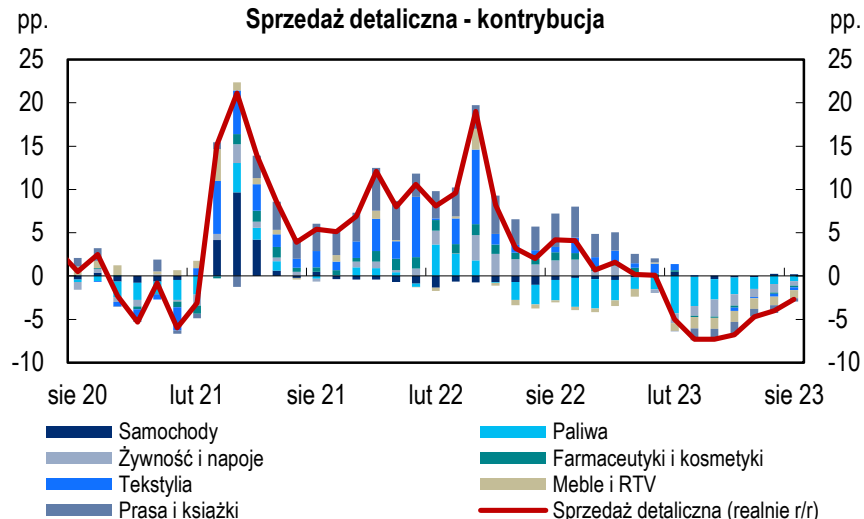
CitiMonthly

Krajobraz po recesji

Podsumowanie

- Obniżka stóp procentowych we wrześniu przekroczyła najśmielsze oczekiwania. Stopa referencyjna spadła o 75 pb, a więc w skali nie notowanej od czasu globalnego kryzysu finansowego. Patrząc na wrześniową decyzję z tej perspektywy, był to – wbrew wcześniejszym zapowiedziom – ostry zwrot w polityce pieniężnej.
- Osłabienie złotego bezpośrednio po decyzji RPP wydaje się ograniczać apetyt banku centralnego na kolejne znaczne cięcia stóp procentowych, choć doświadczenia ostatnich tygodni pokazują, że żaden scenariusz nie może być całkowicie wykluczony.
- Chociaż dynamika PKB w II kwartale zaskoczyła negatywnie i obniżyła oczekiwania dotyczące dalszej części roku, dane za sierpień dają podstawy do pewnego optymizmu. Odbicie aktywności w II połowie roku będzie napędzane wyższą dynamiką płac realnych.
- Sytuacja na rynku pracy wydaje się wciąż napięta, nawet pomimo spowolnienia aktywności gospodarczej. Presja płacowa będzie podtrzymywana przez niskie bezrobocie i blisko dwudziestoprocentowe podwyżki minimalnego wynagrodzenia w 2024 roku.
- Inflacja we wrześniu najprawdopodobniej wyraźnie spadnie, w dużym stopniu dzięki quasi-administracyjnym działaniom, które mają charakter krótkotrwały. Z tego względu, choć spodziewamy się znacznego spadku CPI w ciągu kolejnych dwóch miesięcy, naszym zdaniem trend dezinflacyjny zostanie wyhamowany w 2024 roku.

Poprawa konsumpcji



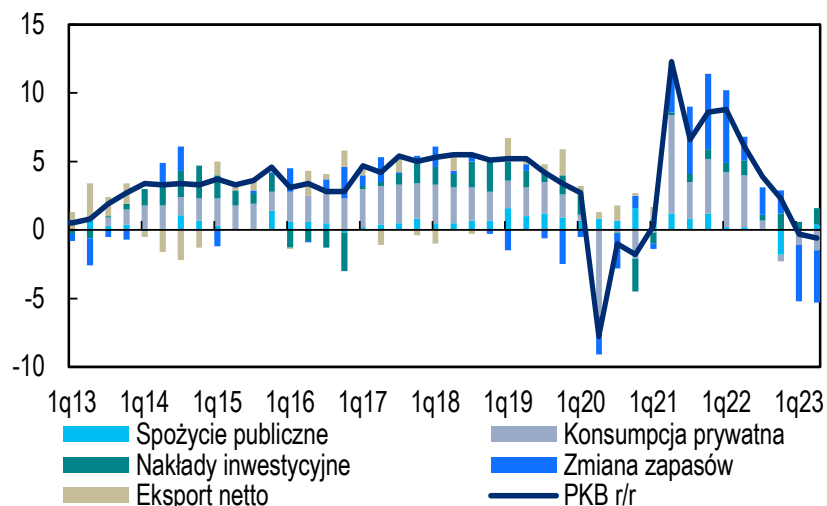
Postępujące ożywienie w sprzedaży

- Miesięczne dane o aktywności gospodarczej w sierpniu okazały się nieco lepsze niż oczekiwano.
- Sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym obniżyła się w sierpniu o 2,7% r/r, wobec spadku o 4% r/r w lipcu. Była to pozytywna niespodzianka, gdyż zarówno my, jak i „konsensus”, oczekiwaliśmy odczytu na niższym poziomie (odpowiednio -4,5% i -3,9%). Prognozowany przez nas wzrost realnych wynagrodzeń powinien zwiększyć wydatki konsumentów w nadchodzących miesiącach.
- W minionym miesiącu spadek zaliczyła również produkcja przemysłowa, która zmniejszyła się o 2% r/r. Dane te wyglądają nieco lepiej gdy spojrzymy na nie w ujęciu miesięcznym (odsezonowane i skorygowane o liczbę dni roboczych) - wówczas produkcja wzrosła o 0,9% m/m. Do spadku produkcji przemysłowej rok-do-roku w głównej mierze przyczyniła się niska dynamika w wydobywaniu węgla i produkcji metali, papieru oraz komputerów. Wzrosła natomiast produkcja odzieży, samochodów oraz pozostałego sprzętu transportowego.
- Pozytywną niespodzianką okazała się produkcja budowlana, która wzrosła w ujęciu rocznym o 3,5%. Przypuszczamy, że jest to efekt wykorzystania środków unijnych z budżetu na lata 2014-2020, które muszą być wykorzystane do końca tego roku.

PKB wychodzi z dołka

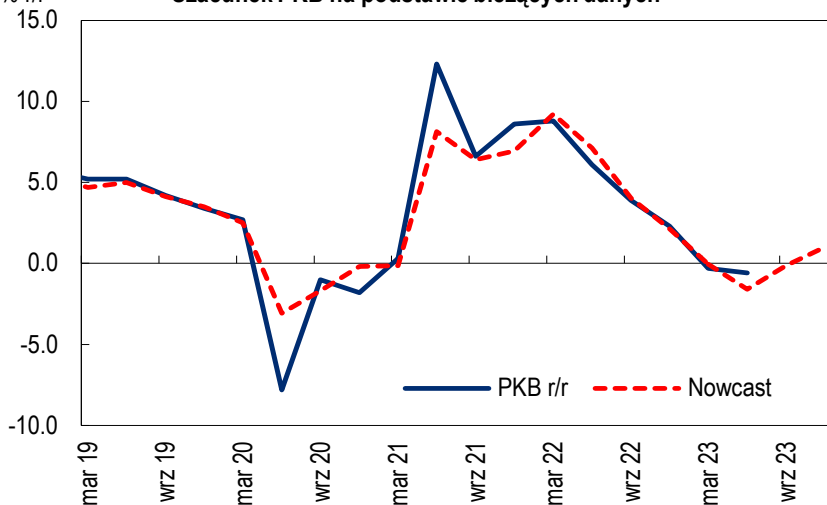
% r/r, pkt proc.

Kontrybucja do wzrostu PKB



% r/r

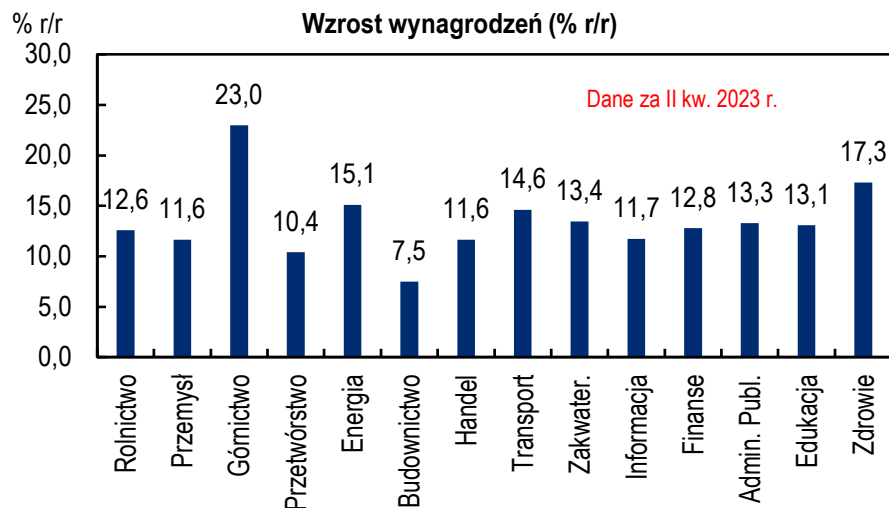
Szacunek PKB na podstawie bieżących danych



Pierwsze sygnały odbicia

- W II kw. PKB spadł o 0,6% r/r i był niższy niż oczekiwano. Niemniej nasz „tracker” aktywności gospodarczej sygnalizuje, że odbicie uwidoczniło się już w miesiącach letnich (wykres poniżej) i spodziewamy się, że ta tendencja utrzyma się również w najbliższej przyszłości, a wzrost gospodarczy ponownie „wyjdzie na plus” w ostatnim kwartale br.
- Zgodnie z wcześniejszymi przypuszczeniami, głównym motorem odbicia jest poprawa dynamiki konsumpcji, która rozpoczęła się już w II kw. Sprzyja jej wzrost płac realnych, a w kolejnych miesiącach istotną rolę odgrywać będzie wypłata czternastej emerytury oraz waloryzacja świadczeń rodzinnych. Dzięki temu, choć w tym roku wzrost PKB zapewne będzie zbliżony do zera, w przyszłym roku może przekroczyć 3%.
- Potencjalnym zagrożeniem dla odbicia jest dekonunktura w strefie euro. W ostatnich tygodniach ekonomiści Citi zrewidowali w dół swoje oczekiwania dotyczące tegorocznego i przyszłorocznego PKB w strefie euro (-0.1% r/r). Mimo to spodziewamy się, że przyszłoroczne odbicie PKB w Polsce będzie zauważalne. Po pierwsze, impuls fiskalny będzie kompensować negatywny wpływ europejskiego spowolnienia. Po drugie, doświadczenia poprzednich cykli ekonomicznych pokazują, że w odpowiedzi na szoki zewnętrzne złoty zazwyczaj słabnie, zapewniając konkurencyjność polskim firmom.

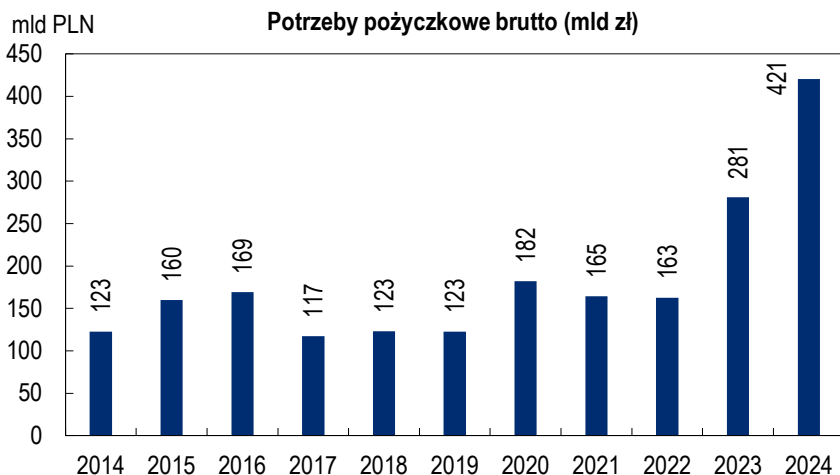
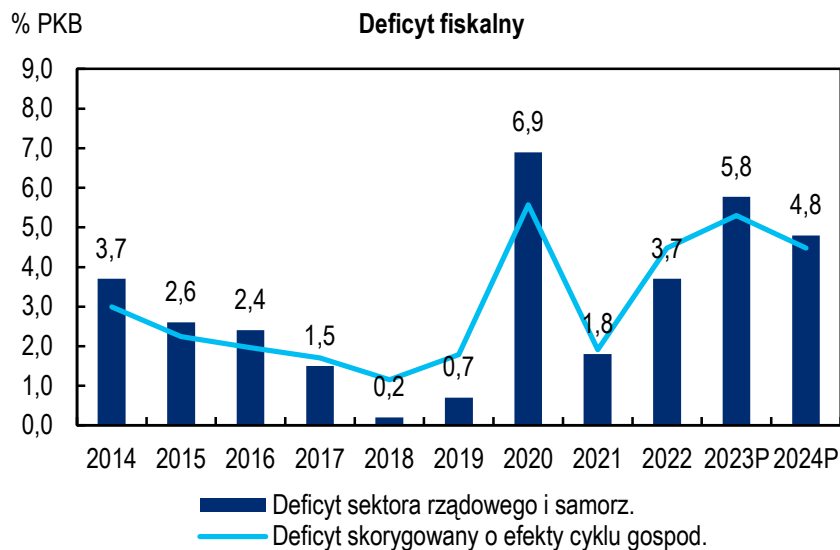
Rynek pracy



Wzrost płac wciąż mocny

- W sierpniu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyło z 10,4% r/r w lipcu do 11,9% r/r w sierpniu (odczyt praktycznie zgodny z prognozami rynkowymi). Największe wzrosty wynagrodzeń w ujęciu rocznym odnotowano między innymi w sektorze energetycznym oraz w administrowaniu i działalności wspierającej.
- W ujęciu realnym dynamika płac ponownie stała się dodatnia i wyniosła 1,6% r/r. Biorąc pod uwagę oczekiwany przez nas spadek inflacji i charakteryzujący się większą inercją wzrost płac nominalnych, średni wzrost płac realnych do końca roku powinien utrzymywać się na poziomie powyżej 3%.
- Spoglądając na dane z rynku pracy negatywnym zaskoczeniem okazały się dane o przeciętnym zatrudnieniu (0% r/r). Niemniej biorąc pod uwagę inne dane na razie trudno dostrzec oznaki wyraźnego pogorszenia się sytuacji na rynku pracy. Z tego względu słabość zatrudnienia traktujemy bardziej jako oznakę niedoborów siły roboczej niż oznakę spadku popytu na pracę.
- Stopa bezrobocia niezmiennie pozostaje na niskich poziomach i wynosi obecnie 5%.

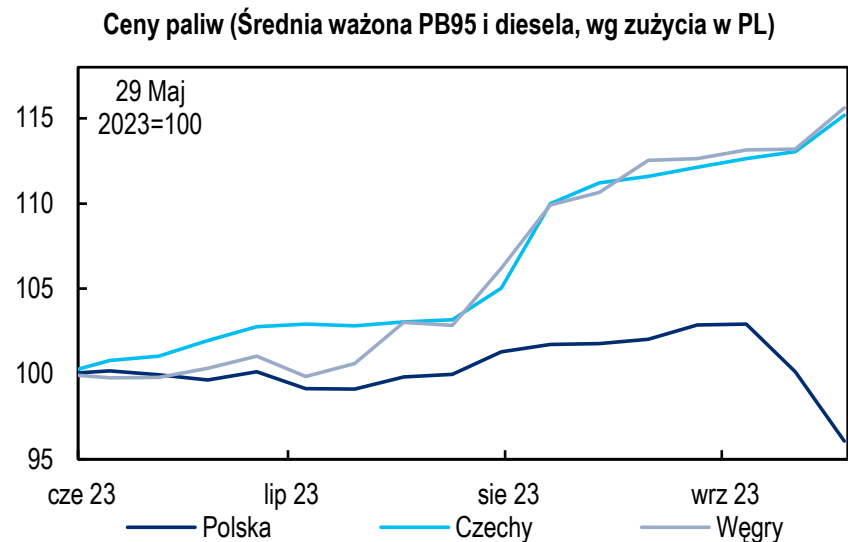
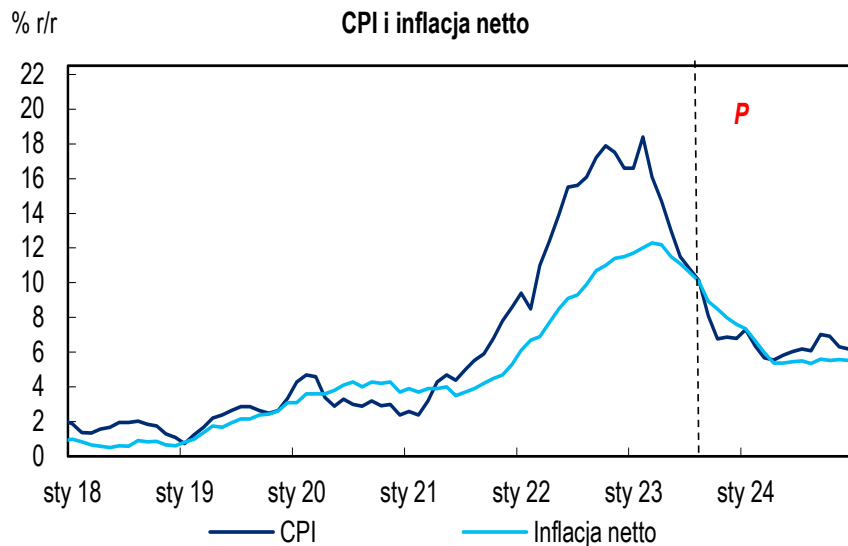
Wysoki deficyt na lata



Wydatki pełną parą

- Nowy projekt budżetu zapowiada deficyt na poziomie 5,3% PKB w 2023 oraz 4,5% w 2024 roku. Towarzyszyć temu będą bardzo wysokie potrzeby pożyczkowe, które znacznie przekraczają poziomy notowane w poprzednich latach. Ostateczny wynik budżetu może okazać się nieco niższy np. jeżeli wydatki na obronę narodową (w części przewidzianej na zakup sprzętu) nie zostaną w pełni zrealizowane. Z drugiej strony prognoza dochodów podatkowych wydaje się zaskakująco optymistyczna.
- Sam projekt budżetu będzie musiał zostać ponownie złożony do Sejmu po wyborach parlamentarnych, co daje pewną przestrzeń do rewizji oraz urealnienia planów. Niemniej wydaje się nam, że istotne punkty budżetu (wydatki zbrojeniowe, główne programy socjalne) pozostaną niezmienione niezależnie od wyniku wyborów.
- Biorąc pod uwagę kalendarz wyborczy, można zakładać, że 2024 będzie rokiem wciąż silnego impulsu fiskalnego, a do konsolidacji może dojść dopiero począwszy od 2025 r. Tym bardziej, że zacieśnienie budżetowe będzie wymuszane przez ponowne odmrożenie unijnych reguł fiskalnych. Biorąc pod uwagę wysokie koszty obsługi długu oraz wysokie wydatki zbrojeniowe, zacieśnienie fiskalne może wymagać znacznych i bolesnych cięć w pozostałych komponentach budżetu po 2024 roku.

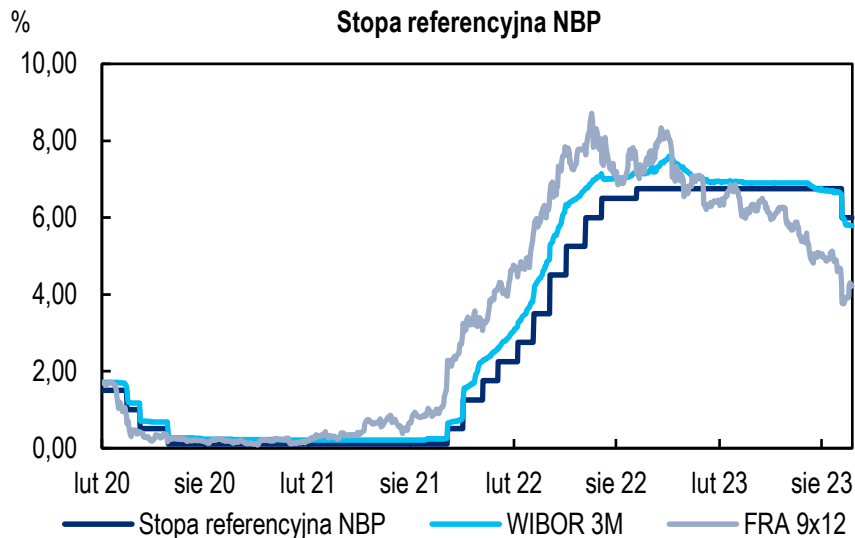
Inflacja na ścieżce spadkowej



W kierunku 7%

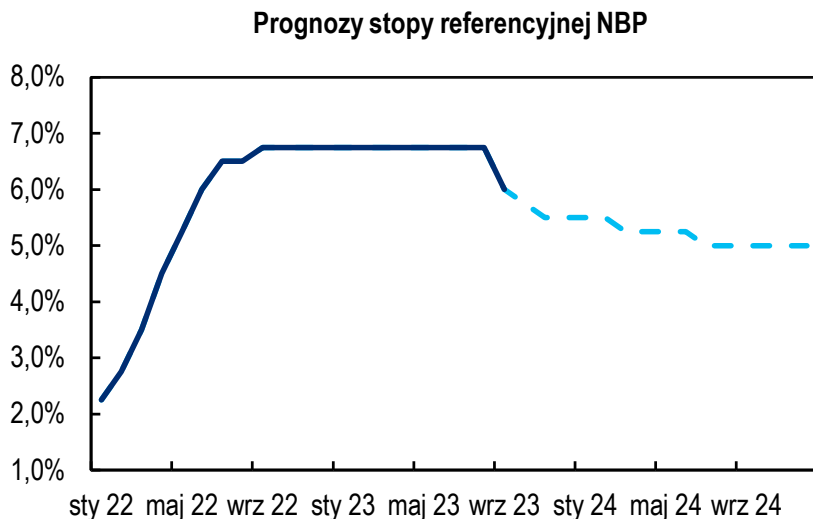
- W sierpniu inflacja ponownie spadła, lecz jednocześnie utrzymała się na poziomie dwucyfrowym (10,1% r/r). Z kolei odsezonowiona inflacja bazowa – po wyłączeniu cen żywności, paliw oraz energii – wyniosła w sierpniu około 0,5% m/m, a więc była ponad dwukrotnie wyższa niż poziom spójny z wypełnieniem celu inflacyjnego.
- Naszym zdaniem kolejne miesiące przyniosą gwałtowny spadek inflacji – do około 8-8,5% we wrześniu oraz nawet poniżej 7% w październiku. W tym przypadku główne czynniki składające się na szybkie spadki inflacji mają charakter quasi-administracyjny. Po pierwsze, zmiany limitów zużycia energii elektrycznej oraz obniżenie cen prądu mogą odjąć z CPI prawie pół punktu procentowego. Efekt ten powinien jednak zostać odwrócony z nadładkiem na początku 2024 r. Kolejne pół punktu z wrześniowej inflacji odejmie niska dynamika cen paliw. Również w tym przypadku można spodziewać się, że efekt ten będzie przejściowy, a do wzrostu cen paliw o kilkanaście-dwadzieścia procent dojdzie jeszcze przed końcem roku.
- W sumie 2024 rok będzie okresem wyhamowania dotychczasowego trendu spadkowego CPI i w całym roku spodziewamy się inflacji średnio na poziomie około 6-6,5%. Nie wykluczamy też, że inflacja pod koniec przyszłego roku może być wyższa niż w II kwartale 2024 r.

Polityka pieniężna

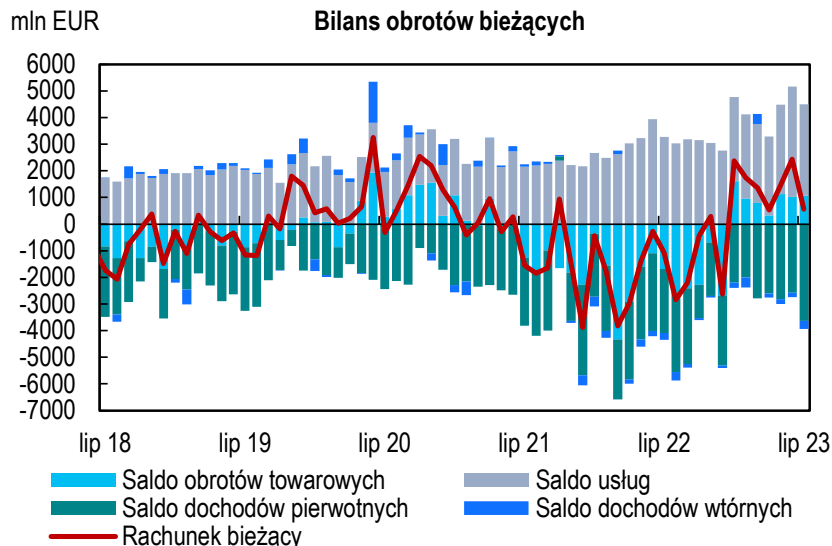


Największe cięcie od czternastu lat

- We wrześniu najważniejszym (a na pewno najbardziej zaskakującym) wydarzeniem okazała się decyzja RPP o obniżce stopy referencyjnej o 75 pb (do 6%), a więc w skali nie notowanej od czasu globalnego kryzysu finansowego 2008/2009. Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się na ten krok mimo, iż wcześniej sygnalizowała, że do obniżki dojdzie dopiero po spadku inflacji do poziomów jednocyfrowym i że skala jakichkolwiek zmian będzie niewielka.
- Znaczne osłabienie złotego, które nastąpiło po obniżce stóp procentowych ostatecznie skłoniło przedstawicieli rządu i NBP do werbalnych interwencji walutowych. Wypowiedzi prezesa NBP oraz członków RPP sugerują, że kolejne zmiany stóp procentowych będą już mniejsze i uzależnione od napływających danych. Niemniej w świetle wcześniejszych zaskakujących ruchów, nie jest jasne na ile RPP rzeczywiście zamierza stosować się do własnych wskazówek.
- Spodziewamy się w sumie 50 pb dodatkowych obniżek przed końcem roku, najprawdopodobniej rozłożonych na dwa małe kroki w październiku i listopadzie. Z kolei w 2024 roku cykl obniżek zapewne wyhamuje i oczekujemy, że na koniec przyszłego roku stopa referencyjna będzie bliska 5%.



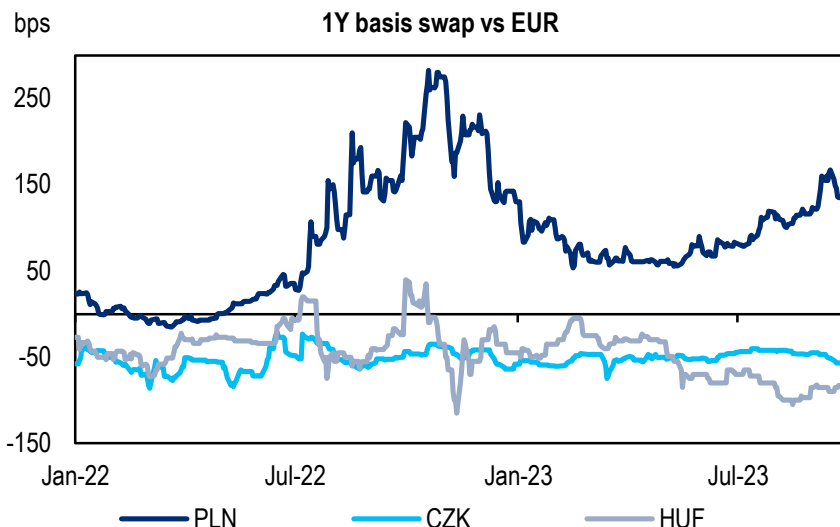
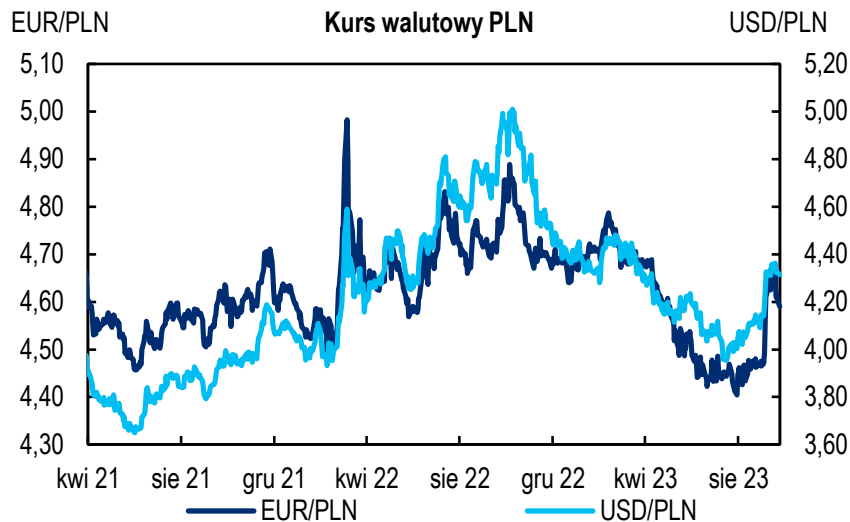
Bilans płatniczy



Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących

- Dane dotyczące bilansu obrotów bieżących wskazują na sukcesywną poprawę w tym roku, gdyż w każdym miesiącu od stycznia notowana była nadwyżka, na co wpływała przede wszystkim przewaga eksportu nad importem dóbr.
- W lipcu nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wyniosła 566 mln EUR, a w ujęciu roku płynnego stanowiła ona już 0,3% PKB. Trendy z ostatnich miesięcy odzwierciedlają poprawę *terms-of-trade* (spadek cen surowców energetycznych). Zakładamy, że w dalszej części roku relacja obrotów bieżących będzie się poprawiać, co doprowadzi nadwyżkę powyżej 1% PKB.
- Eksport netto stanowi pozytywny wkład do wzrostu PKB, jednak w ostatnich miesiącach obserwujemy sukcesywny spadek dynamiki eksportu (1,3% r/r w lipcu). Niższa wartość eksportu towarów wynika z jednoczesnego spadku cen oraz wolumenu wymiany zagranicznej. Wciąż spada eksport towarów zaopatrzeniowych oraz dóbr konsumpcyjnych, a po raz pierwszy w tym roku zmniejszył się również eksport żywności i dóbr inwestycyjnych. Wzrostowa tendencja utrzymała się natomiast w eksporcie środków transportu.

Rynek walutowy

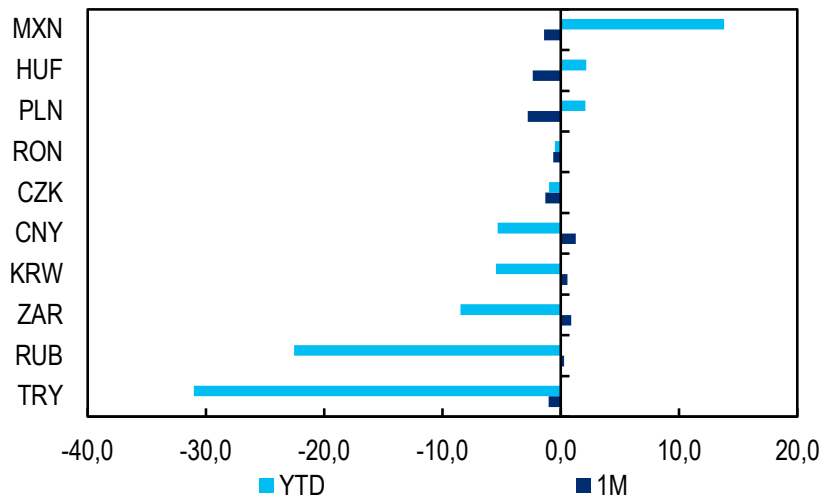


Złoty osłabł po decyzji RPP

- We wrześniu doszło do zauważalnego osłabienia polskiej waluty, co częściowo odwróciło trend trwający od początku tego roku. Para EUR/PLN wzrosła nawet w okolice poziomu 4,70, aby skończyć kwartał blisko 4,60. W przypadku USD/PLN kurs powrócił powyżej poziomu 4,30, a więc ok. 20 groszy powyżej sierpniowego zamknięcia.
- Złoty pozostaje wrażliwy na decyzje w polskiej polityce pieniężnej. Zaskakująco duże obniżki stóp procentowych (jak we wrześniu) mogłyby rodzić ryzyko deprecjacji polskiej waluty. Czynnikiem stabilizującym złotego była słowna interwencja ze strony prezesa PFR P. Borysa, który wskazał na optymalny poziom w przedziale 4,4-4,6 dla EUR/PLN oraz na możliwość zarządzania płynnością złotego.
- Naszym zdaniem pole do umocnienia złotego w pobliże poziomów z przełomu lipca i sierpnia w relacji do głównych walut jest ograniczone, biorąc pod uwagę, że realne stopy procentowe są bardzo niskie (a w zasadzie ujemne) w relacji do innych krajów CEE. Zwiększenie wydatków fiskalnych utrudnia obniżanie deficytu fiskalnego, co przy braku napływu środków z KPO kreuje negatywne środowisko dla polskiej waluty. Oczekujemy, że do końca roku para EUR/PLN może zmierzać w stronę poziomu 4,70, a USD/PLN do 4,39.

Rynek walutowy

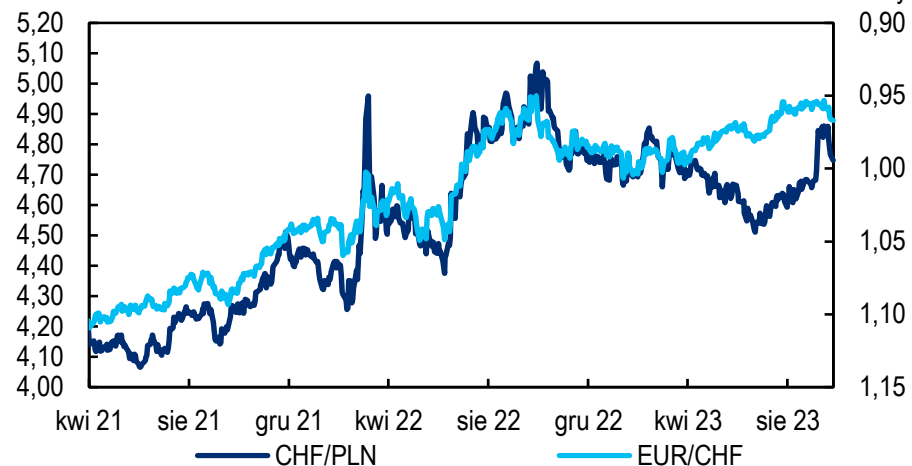
% Słabsza waluta EM **Stopa zwrotu EM FX vs. EUR** Silniejsza waluta EM



CHF/PLN

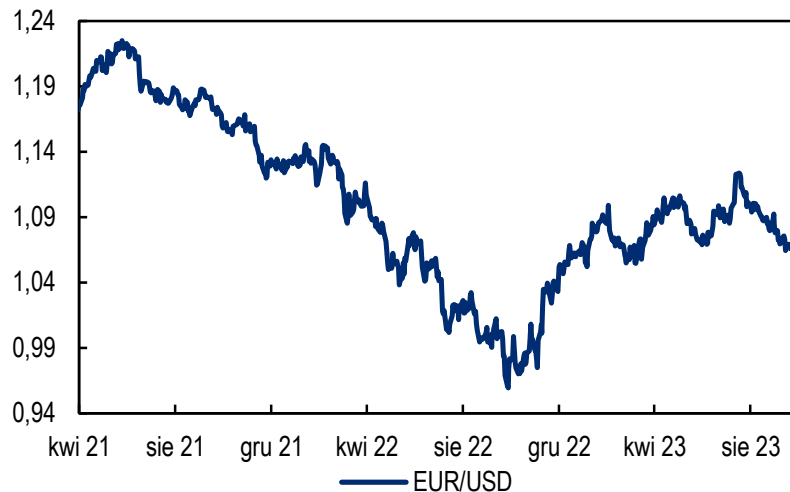
Kurs CHF

EUR/CHF
odwrócony



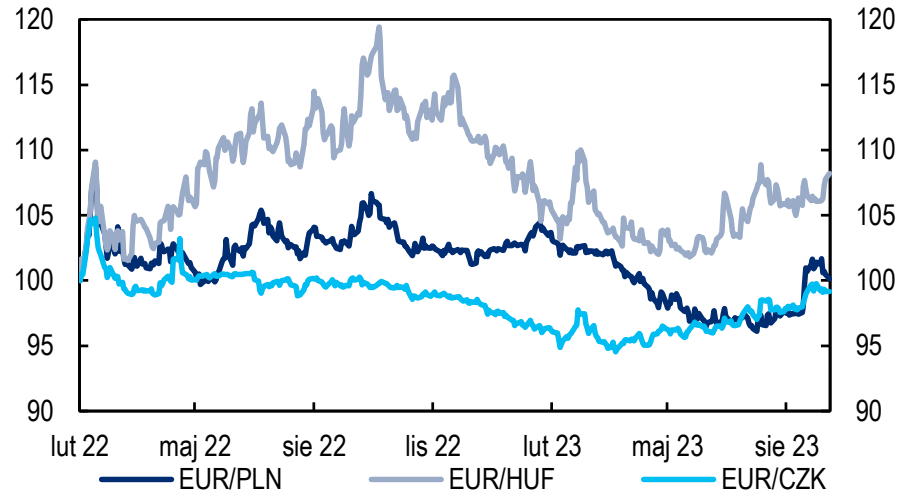
EUR/PLN

EUR/USD

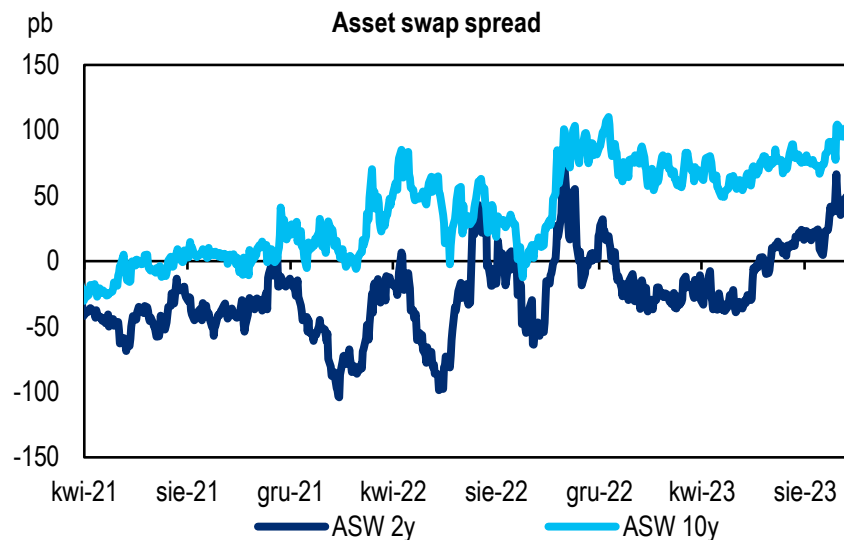
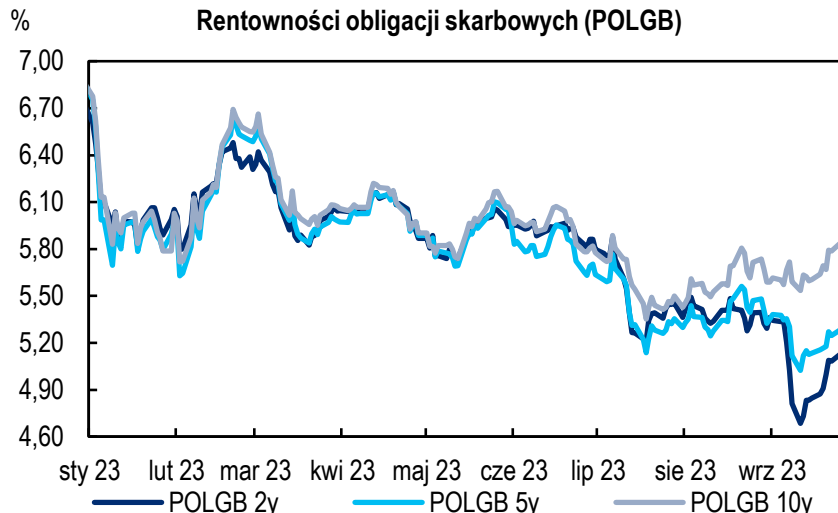


23/02/22=100

Kursy walut Europy Środkowej (indeks)



Rynek stopy procentowej



Wystromienie krzywej dochodowości

- We wrześniu obserwowana była wzmożona zmienność na krótkim końcu polskiej krzywej dochodowości. Rentowności obligacji 2-letnich były przejściowo notowane o blisko 70 pb poniżej miesięcznego maksimum, by ostatecznie kończyć miesiąc zaledwie 30 pb poniżej zamknięcia z sierpnia. Na dochodowość obligacji 10-letnich mniejszy wpływ wywierała decyzja RPP, gdyż dłuższy koniec wzrósł o blisko 20 pb w skali miesiąca. W rezultacie spread obligacji 10-letnich nad 2-letnimi wzrósł do 70 pb, a więc o 50 pb od końca sierpnia.
- Zakładamy, że skala obniżek stóp procentowych będzie mniejsza w kolejnych miesiącach w porównaniu z wrześniowym dostosowaniem, co powinno ograniczać pole do ponownego silnego spadku na krótkim końcu krzywej dochodowości.
- Notowania na dłuższym końcu krzywej wskazują, że pole do obniżek w przyszłym roku i kolejnych latach może być ograniczone w związku z wciąż uporczywie wysoką inflacją. Wysoki poziom spreadu ASW odzwierciedla wysoki poziom potrzeb pożyczkowych w przyszłym roku, który będzie wymagał zdecydowanego wzrostu emisji obligacji skarbowych.
- Oczekujemy, że w czwartym kwartale obligacje 2-letnie będą notowane w okolicy 5,00%, 5-letnie przy 5,40%, a 10-letnie na 5,75%.

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2022					2023							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	10.9	9.8	6.6	4.4	0.9	1.8	-1.0	-3.1	-6.0	-2.8	-1.1	-2.3	-2.0
Produkcja przemysłowa (% m/m)	0.7	9.8	-0.9	2.8	-6.4	-3.2	0.6	14.0	-14.4	4.7	1.5	-8.1	1.0
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	11.1	11.0	9.2	6.5	3.4	2.9	-0.8	-0.4	-5.4	-2.2	-0.3	-2.1	-2.1
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	5.9	0.2	3.9	4.0	-0.9	2.0	6.6	-1.6	1.1	-0.6	1.6	1.1	3.5
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	4.2	4.1	0.7	1.6	0.2	0.1	-5.0	-7.3	-7.3	-6.8	-4.7	-4.0	-2.7
Stopa bezrobocia (%)	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2	5.5	5.5	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	5.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2.4	2.3	2.4	2.2	2.2	1.1	0.8	0.5	0.4	0.4	0.2	0.1	0.0
Ceny													
Inflacja (% r/r)	16.1	17.2	17.9	17.5	16.6	16.6	18.4	16.1	14.7	13.0	11.5	10.8	10.1
Inflacja (% m/m)	0.8	1.6	1.8	0.7	0.1	2.5	1.2	1.1	0.7	0.0	0.0	-0.2	0.0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	25.5	24.6	23.1	21.1	20.5	20.1	18.2	10.3	6.2	2.8	0.3	-2.1	-2.8
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.8	0.2	0.9	-0.3	0.6	2.1	-0.5	-0.6	-1.3	-1.9	-0.8	-1.1	0.1
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	12.7	14.5	13.0	13.9	10.3	13.5	13.6	12.6	12.1	12.2	11.9	10.4	11.9
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-2847	-2208	-439	283	-2635	2381	1738	1355	529	1479	2431	566	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-2555	-2411	-2272	-686	-2698	1619	968	789	327	1127	1029	1068	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	26025	28715	28568	30984	25834	27790	27631	30703	26408	28222	27886	25909	-
Eksport (% r/r)	28.1	26.5	23.2	24.2	10.6	15.7	14.7	18.1	2.6	3.3	1.7	1.3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	28580	31126	30840	31670	28532	26171	26663	29914	26081	27095	26857	24841	-
Import (% r/r)	29.6	31.4	24.1	18.3	11.3	7.4	3.9	-1.4	-8.9	-6.3	-5.8	-8.9	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2022					2023							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.4	7.7	7.0	5.6	5.4	6.9	7.4	6.5	6.7	7.1	7.9	8.0	7.3
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	2.3	3.5	3.6	2.9	3.2	4.0	6.5	9.5	10.1	10.6	11.4	11.5	11.8
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	10.3	12.3	11.4	9.1	11.6	15.9	17.3	12.4	13.0	12.7	13.5	14.8	11.1
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	0.2	-0.4	-2.4	-3.4	-3.9	-4.4	-4.9	-5.1	-5.0	-4.5	-5.0	-4.9	-4.3
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	18.8	17.0	14.5	12.0	9.7	10.1	7.9	7.0	3.3	1.9	0.8	-1.6	-6.1
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	6.50	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75
WIBOR 3M (średnio)	6.94	7.06	7.24	7.33	7.01	6.85	6.83	6.82	6.80	6.80	6.80	6.71	6.59
WIBOR 3M (koniec okresu)	7.01	7.11	7.41	7.18	6.92	6.85	6.84	6.79	6.80	6.80	6.80	6.66	6.55
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	7.97	8.27	9.15	9.65	8.33	7.69	7.10	7.13	6.89	6.96	6.34	6.46	6.18
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	7.18	6.80	8.60	7.05	6.96	5.97	6.27	6.02	6.05	5.99	5.75	5.37	5.42
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	6.40	7.06	8.59	7.05	6.88	5.88	6.52	5.98	6.02	5.99	5.63	5.30	5.56
EUR/PLN (koniec okresu)	4.73	4.87	4.71	4.67	4.69	4.71	4.72	4.68	4.59	4.54	4.45	4.41	4.47
USD/PLN (koniec okresu)	4.74	4.95	4.73	4.51	4.40	4.35	4.45	4.29	4.18	4.26	4.11	4.00	4.11
EUR/USD (koniec okresu)	1.00	0.97	0.99	1.04	1.07	1.08	1.06	1.09	1.10	1.07	1.09	1.10	1.09
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-27.5	-27.5	-27.2	-18.3	12.6	-11.2	0.0	12.0	10.0	20.9	12.7	13.1	-
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-92%	-92%	-91%	-61%	42%	-17%	0%	18%	15%	31%	19%	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	789	848
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.983	2.127	2.288	2.338	2.631	3.078	3.355	3.640
PKB per capita (USD)	13.689	15.348	15.528	15.689	17.908	18.170	20.721	22.316
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	0.1	3.3
Inwestycje (% , r/r)	1.6	12.6	6.2	-2.3	1.2	5.0	7.9	0.7
Konsumpcja (% , r/r)	5.4	4.4	4.1	-1.5	5.8	2.0	1.1	4.2
Konsumpcja indywidualna (% , r/r)	6.3	4.4	3.5	-3.6	6.2	3.3	-0.2	5.1
Eksport (% , r/r)	9.0	6.8	5.3	-1.1	12.3	6.2	-1.9	3.7
Import (% , r/r)	9.9	7.5	3.2	-2.4	16.1	6.2	-6.3	5.3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% , r/r)	2.1	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	6.8	6.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.0	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.6	6.3
Place nominalne (% , r/r)	5.9	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	11.4	10.0
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	5.50	5.00
WIBOR3M, (% , koniec okresu)	1.72	1.72	1.71	0.21	2.51	7.02	5.69	5.13
Rentowność obligacji 10-letniej (% , koniec okresu)	3.30	2.81	2.07	1.25	3.71	6.88	5.75	5.45
USD/PLN (Koniec okresu)	3.47	3.76	3.79	3.77	4.04	4.38	4.38	4.10
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.25	4.29
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.70	4.59
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.61	4.64

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	10.0	2.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0.2	-1.9	-0.2	2.4	-1.4	-3.0	1.3	0.3
Saldo handlu zagranicznego	1.5	-6.1	-4.9	7.9	-9.0	-25.6	6.5	1.6
Eksport	228.2	254.0	246.6	251.3	311.7	337.6	357.2	376.3
Import	226.6	260.1	251.5	243.4	320.7	363.2	350.6	374.7
Saldo usług	20.4	25.9	26.9	26.2	31.7	38.5	41.7	44.4
Saldo dochodów pierwotnych	-21.1	-22.6	-24.9	-22.8	-32.0	-31.3	-36.3	-41.1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1.5	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.7	-5.8	-4.8
Saldo pierwotne sektora	0.1	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-2.1	-3.9	-2.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48.5	46.3	43.3	47.6	43.7	39.3	41.3	42.0

Prognozy długoterminowe

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	5.1	0.1	3.3	3.3	3.4	3.4
Inflacja CPI (% średnia)	14.3	11.6	6.3	4.1	3.0	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.0	1.3	0.3	0.3	0.4	0.5
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	6.75	5.50	5.00	4.25	4.00	4.00
USD/PLN (Koniec okresu)	4.38	4.38	4.10	3.81	3.86	3.91
USD/PLN (Średnia)	4.45	4.25	4.29	3.90	3.83	3.89
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.70	4.59	4.55	4.57	4.59
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.61	4.64	4.57	4.56	4.58



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.