



Czerwiec 2024

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciółek, CFA
Zuzanna Mroczka

Citi Monthly

W gospodarce bez przetłomu

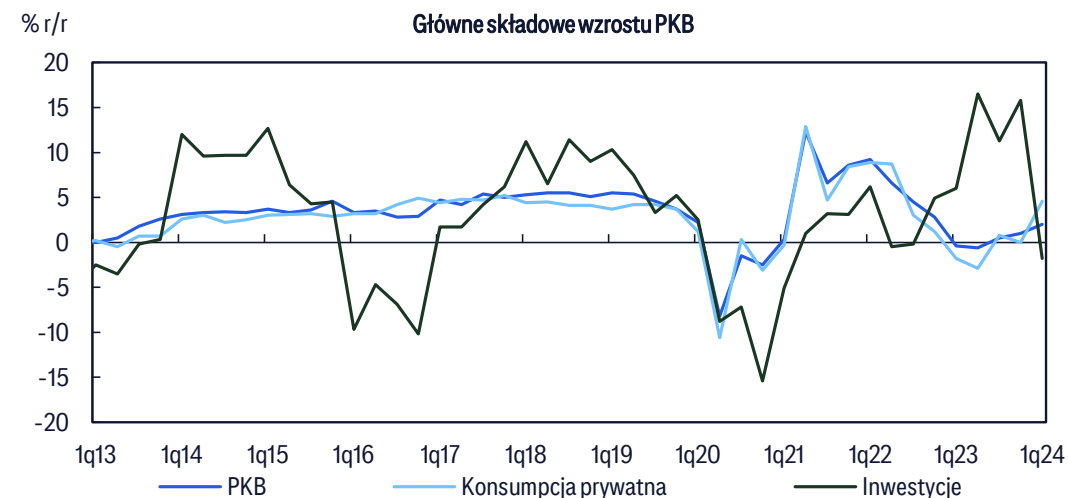
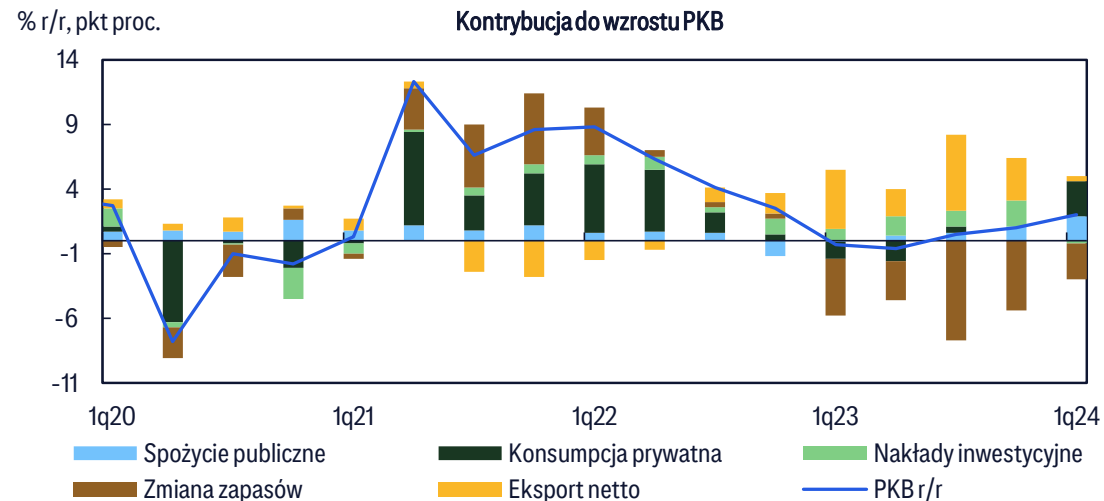
Podsumowanie

- Miesięczne dane z polskiej gospodarki wskazują na wciąż duży rozdźwięk między popytem zagranicznym, a krajowym. Produkcja przemysłowa, która jest relatywnie silniej uzależniona od rynków eksportowych wciąż rozczarowuje, nie wskazując bynajmniej na oznaki dynamicznego ożywienia. Z drugiej strony sprzedaż detaliczna rośnie w przyzwoitym tempie, potwierdzając przypuszczenia, że motorem wzrostu gospodarczego w tym roku będą wydatki konsumentów.
- Inflacja pozostaje w celu, choć może się to zmienić już w lipcu, kiedy w życie wejdą podwyżki cen energii. Efekt tych zmian zapewne będzie przejściowy, ponieważ możliwość przenoszenia wyższych kosztów na konsumentów wydaje się wygasać. Popularne jeszcze niedawno dekompozycje zmian cen na komponenty związane z zyskami firm, wynagrodzeniami oraz podatkami sugerują, że ten pierwszy czynnik wyraźnie stracił na znaczeniu.
- Dynamika wynagrodzeń utrzymuje się na (niepokojąco) wysokim poziomie. Z czasem spodziewamy się jej wyhamowania w ślad za znacznie niższą inflacją. Niemniej jak na razie oznaki hamowania są wciąż zbyt słabe by dać Radzie Polityki Pieniężnej trochę komfortu.
- Mimo, że Rada obniżała stopy gdy inflacja pozostawała w okolicach 10%, obecnie bankierzy centralni wydają się zaniepokojeni perspektywą przejściowego wzrostu inflacji do 5%. Wypowiedzi przedstawicieli RPP sugerują, że na obniżki stóp procentowych będzie trzeba poczekać do 2025 roku.

Wzrost gospodarczy

Konsumpcja motorem napędowym

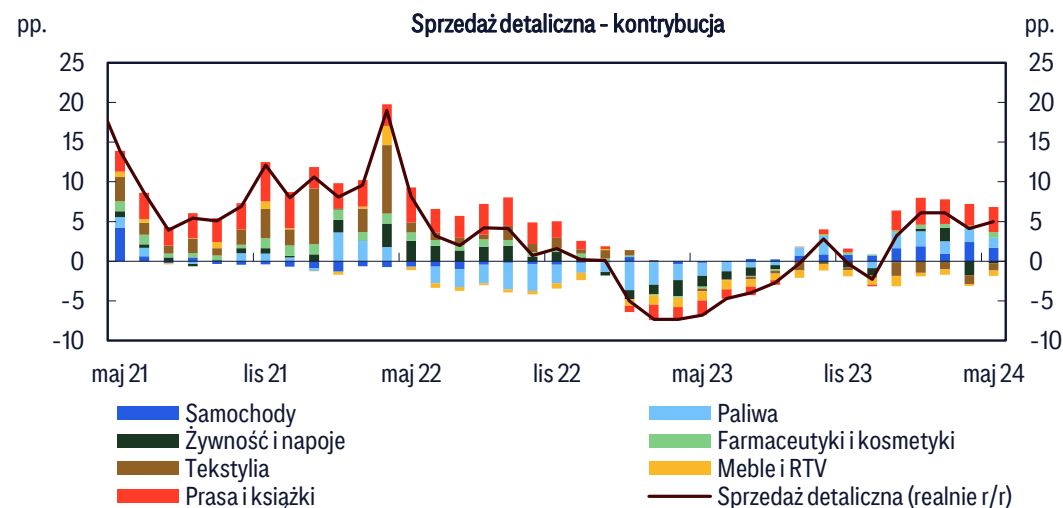
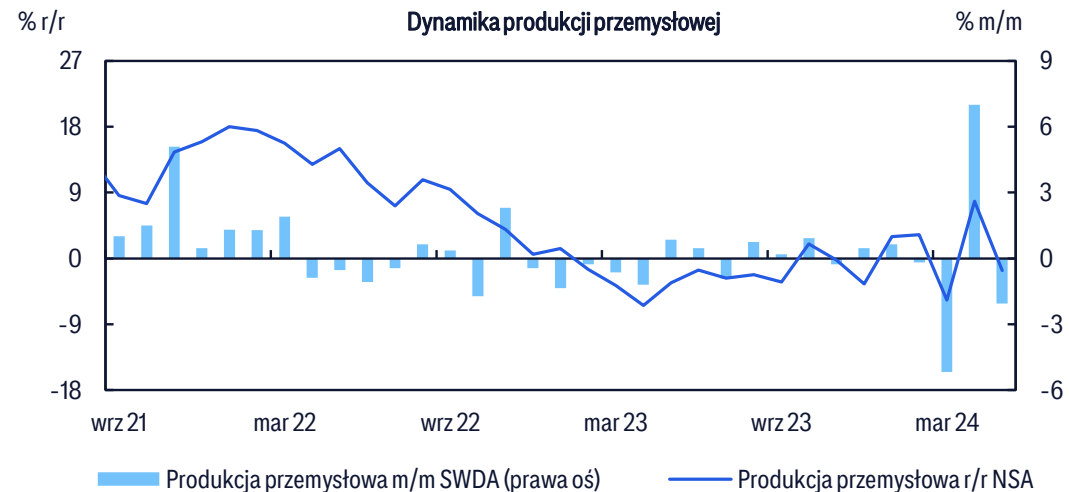
- Na początku czerwca GUS opublikował szczegółowe rozbieżności polskiego PKB w I kwartale 2024 roku. Wstępny szacunek na poziomie 1,9% r/r, który poznaliśmy już w maju, został zrewidowany w górę do 2% r/r. Poprawa wzrostu gospodarczego uwidoczniła się również w ujęciu kwartalnym – względem IV kw. 2023 roku polska gospodarka „powiększyła się” o 0,5%, po tym jak odczyt za IV kwartał wskazywał na stagnację.
- Rozbieżności danych potwierdziło nasze przypuszczenie odnośnie wagi konsumpcji w kontekście ożywienia gospodarczego. Konsumpcja prywatna wzrosła aż o 4,6% r/r, wyraźnie więcej niż sugerowałyby dane o sprzedaży detalicznej. Wskazuje to, że w pierwszym kwartale silny był również usługowy komponent konsumpcji.
- Z drugiej strony, negatywną niespodzianką okazały się inwestycje, które obniżyły się o 1,8% r/r. Słaby wynik inwestycji jest prawdopodobnie konsekwencją osłabienia inwestycji publicznych, po tym jak skończył się boom inwestycyjny związany z wyborami samorządowymi, a nowe fundusze unijne nie zaczęły jeszcze przekładać się na wyższe nakłady inwestycyjne.
- Spodziewamy się, że PKB wzrośnie w całym 2024 roku o 3,4% r/r. Taki odczyt byłby nieco niższy od średniego wzrostu, jaki gospodarka osiągała w ostatnich kilkunastu latach. Sądzymy jednak, że obecnie potencjał polskiej gospodarki jest niższy i wynosi około 3%, głównie ze względu na wzrost wydatków na obronność, sytuację demograficzną oraz szok energetyczny.



Aktywność ekonomiczna

Dalsze problemy z produkcją

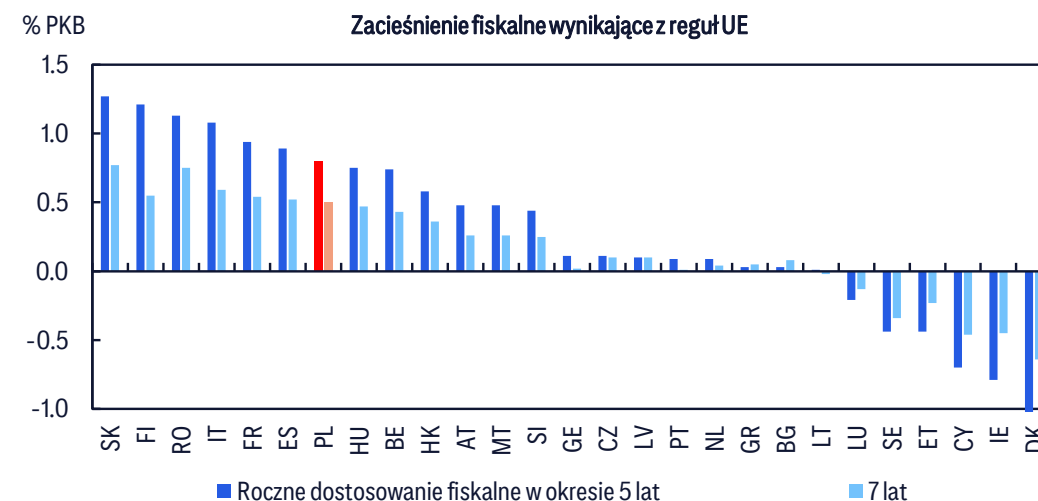
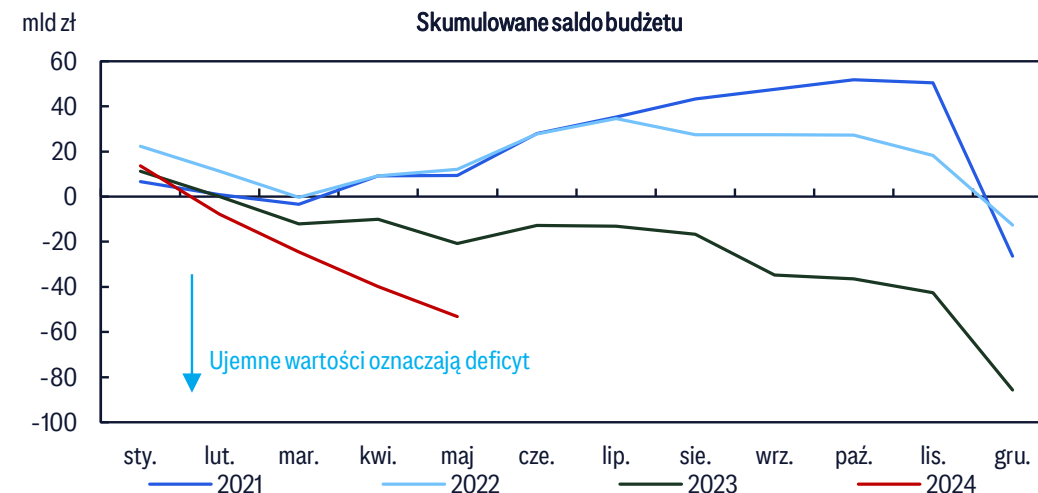
- Produkcja przemysłowa w maju obniżyła się o 1,7% r/r, potwierdzając, że ożywienie w przetwórstwie przemysłowym nadal jest słabe. Produkcja wyrównana sezonowo spadła o 2,1% m/m, po tym jak w kwietniu wzrosła aż o 7% m/m, co w sumie daje podstawy by sądzić, że wahania w danych wynikają raczej z rezydualnej sezonowości, a nie rzeczywistych zmian aktywności. Patrząc jednak na trend i nieskorygowane dane, ogólna poprawa produkcji jest rozczarowująca i powolna, najprawdopodobniej ze względu na aprecjację złotego oraz konkurencyjność chińskiego eksportu.
- Sprzedaż detaliczna w maju wzrosła o 5% r/r, czyli nieco poniżej rynkowego konsensusu, ale biorąc pod uwagę historyczną zmienność tego wskaźnika, niespodzianka jest stosunkowo mała. W ujęciu odsezonowanym natomiast sprzedaż detaliczna wzrosła aż o 3,3% m/m, co sugeruje, że słabszy odczyt w kwietniu był odosobnionym przypadkiem wynikającym ze zmian podatku VAT na żywność oraz wcześniejszego terminu Wielkanocy.
- Silna sprzedaż detaliczna może pomóc w częściowym zrównoważeniu negatywnego wpływu produkcji przemysłowej na PKB, ale wydaje się, że dużo będzie zależeć od odczytów, które poznamy w przyszłym miesiącu. Spodziewamy się, że ożywienie gospodarcze nadal będzie napędzane przez konsumpcję prywatną, jednakże przy braku poprawy produkcji przemysłowej sam popyt konsumpcyjny może nie wystarczyć, by uzasadnić większy optymizm odnośnie wzrostu PKB.



Polityka fiskalna

Dochody z VAT wciąż poniżej planu

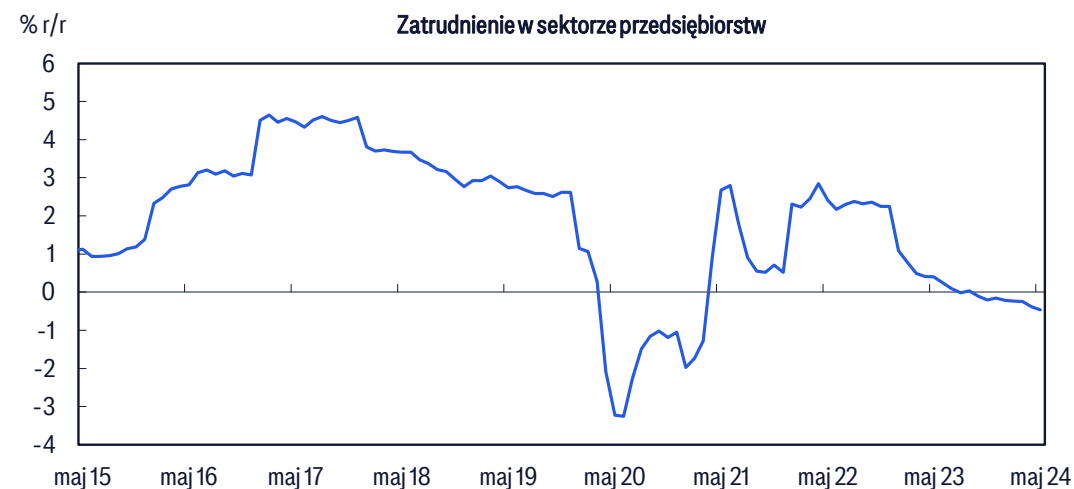
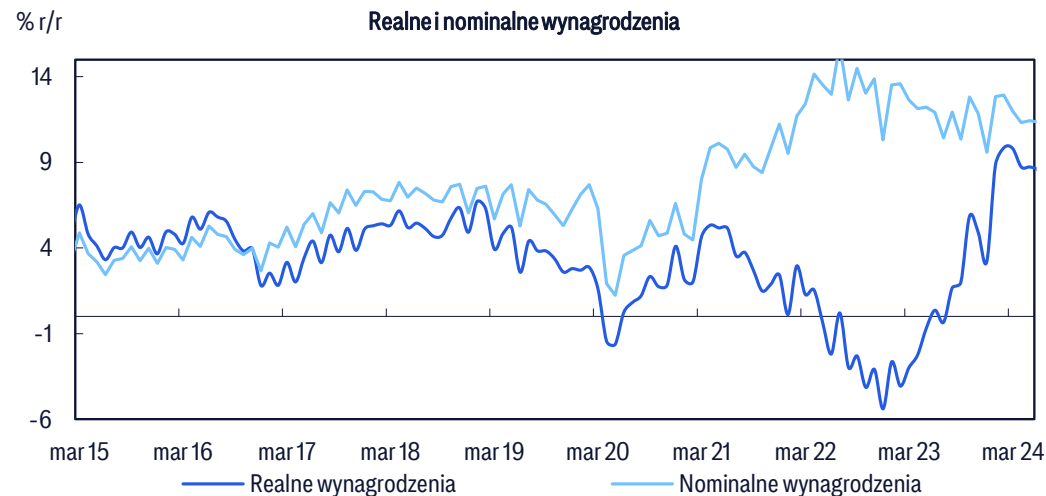
- Po pięciu miesiącach roku deficyt budżetowy przekroczył 53 mld zł. Głównym wyzwaniem pozostają rozczarowująco słabe wpływy z VAT. Co prawda skumulowane dochody z tego tytułu są po maju o 19% wyższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku, jest to wciąż znacznie mniej niż założono w budżecie. Ponadto, powyższy wynik został osiągnięty m.in. dzięki „przesunięciu” części dochodów z 2023 roku na rok bieżący.
- W sumie na podstawie dotychczas dostępnych danych można szacować, że o ile druga połowa roku nie przyniesie nadzwyczajnych niespodzianek, ubytek w dochodach z VAT sięgnie w tym roku ponad 25 mld zł. Oznacza to, że rewizja budżetu pozostaje wciąż jedną z opcji, którą MF może rozważać w kolejnych miesiącach.
- W czerwcu Komisja Europejska poinformowała, że w lipcu zamierza zaproponować otwarcie procedury nadmiernego deficytu (EDP) wobec siedmiu krajów, w tym Polski.
- W kolejnych miesiącach poznamy rekomendacje Komisji dla Polski. Można jednak przypuszczać, że Polska będzie musiała rozpocząć proces stopniowego obniżania deficytu o przynajmniej 0,5% PKB rocznie. Ponieważ prace nad przyszłorocznym budżetem już trwają, nie jest jasne na ile nowe rekomendacje zostaną w nim w pełni uwzględnione. Według naszych szacunków pomimo ożywienia gospodarczego przyszłoroczny deficyt prawdopodobnie nie spadnie poniżej 4% PKB.



Rynek pracy

Stabilizacja płac

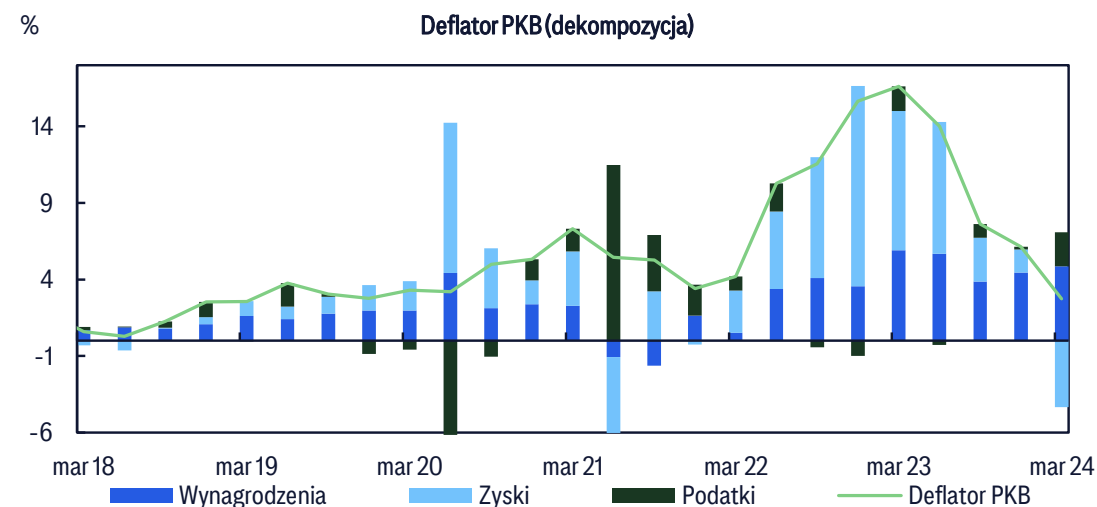
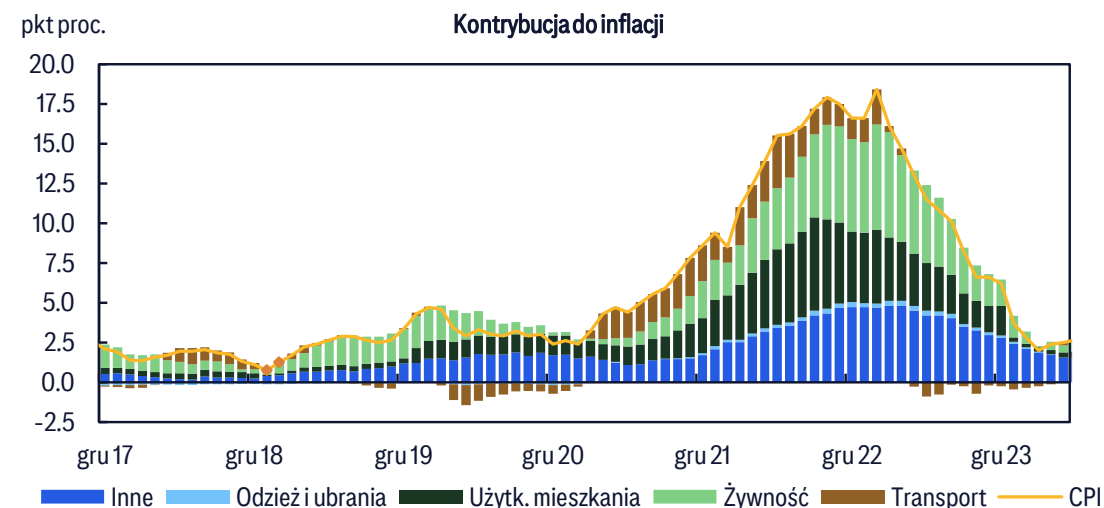
- Wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w maju ustabilizował się na poziomie kwietniowym i wyniósł 11,4% r/r. Biorąc pod uwagę niekorzystne efekty kalendarzowe (czyli mniejszą liczbę dni roboczych niż przed rokiem), dynamika płac, nadal wydaje się silna. Chociaż początkowy impuls wynikający ze styczniowej podwyżki płacy minimalnej jest już praktycznie niewidoczny, miesięczna dynamika płac powróciła do poziomu z ubiegłego roku i nie osłabła już bardziej. Zgodnie z historycznymi wzorcami spodziewamy się, że wzrost płac będzie podążał za inflacją i w kolejnych miesiącach zwolni, ale bazując na ostatnich danych spodziewamy się, że proces ten będzie powolny.
- W maju odnotowano większy niż dotychczas spadek zatrudnienia (-0,5% r/r). Niemniej ponieważ niższemu zatrudnieniu nie towarzyszy wzrost liczby bezrobotnych, naszym zdaniem dane te raczej nie wskazują na silne tąpnięcie na rynku pracy. Sądzymy, że kurczące się zatrudnienie odzwierciedla w większym stopniu kwestie podażowe (m.in. brak wykwalifikowanych pracowników) niż szoki popytowe.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego ponownie się obniżyła i w maju wyniosła zaledwie 5%, wobec 5,1% w kwietniu. Ministerstwo Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej podało, że osoby rejestrujące się jako bezrobotne najczęściej przed rejestracją pracowały w sektorach związanych z przetwórstwem przemysłowym, handlem hurtowym i detalicznym, naprawą pojazdów oraz w budownictwie.



Inflacja

Cztery miesiące w celu

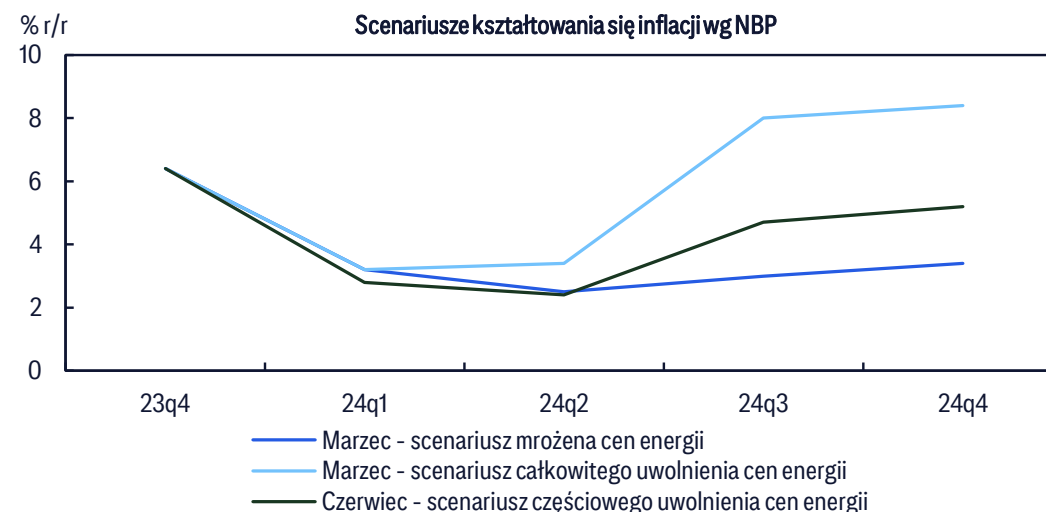
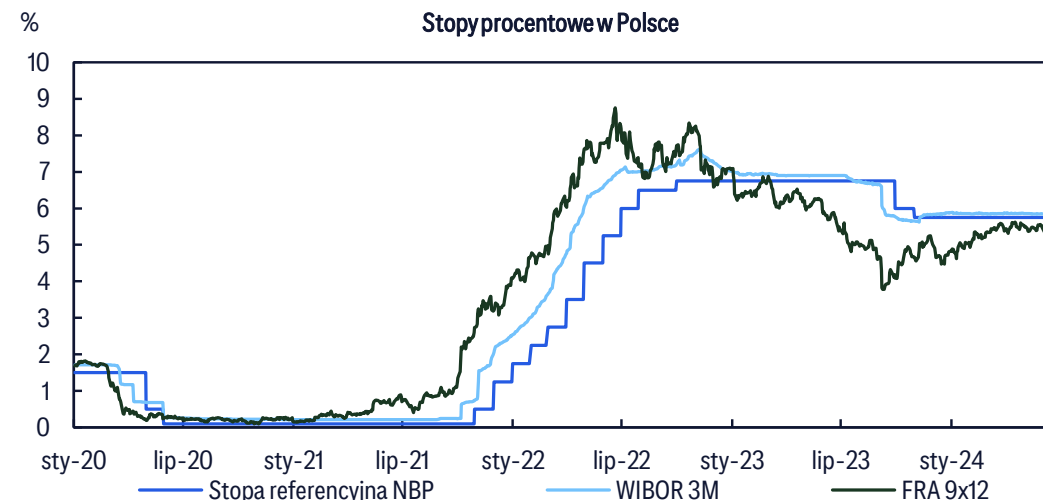
- Maj przyniósł tylko niewielki wzrost wskaźnika inflacji, do 2,5% r/r wobec 2,4% w kwietniu. Był to czwarty z rzędu miesiąc, kiedy inflacja ukształtowała się w granicach celu wyznaczonego przez Narodowy Bank Polski.
- O ile wzrost ceny żywności był zgodny z wzorcem sezonowym, wzrosty cen usług utrzymały się w większości przypadków na wciąż podwyższonym poziomie. Nie przeszkodziło to dalszemu hamowaniu inflacji bazowej (CPI po wyeliminowaniu wpływu cen żywności, paliw oraz energii), która obniżyła się do 3,8% r/r.
- Jeżeli chodzi o kolejne miesiące, czerwiec zapewne nie przyniósł istotnych zmian we wskaźniku CPI. Dużo ciekawszy będzie lipiec, kiedy wzrosnąć mają ceny energii, a wraz z nimi roczny wskaźnik inflacji może podnieść się o około 2 pkt. proc. Spodziewamy się, że w II połowie roku inflacja ukształtuje się powyżej 5%.
- Tegoroczny wzrost cen energii – w przeciwieństwie do szoku z 2022 roku – raczej nie powinien mieć silnych efektów drugiej rundy. Po pierwsze dlatego, że jego skala jest mniejsza. Po drugie, firmy wydają się mieć obecnie znacznie mniejsze możliwości przenoszenia wysokich cen na klientów. Świadczy o tym choćby fakt, że o ile na przełomie 2022-2023 roku znaczną część wzrostu cen można było przypisać rosnącym zyskom firm, od trzech kwartałów wzrosty cen są powiązane przede wszystkim z rosnącymi wynagrodzeniami pracowników (wykres obok).



Polityka pieniężna

Oczekiwany wzrost inflacji kieruje retoryką RPP

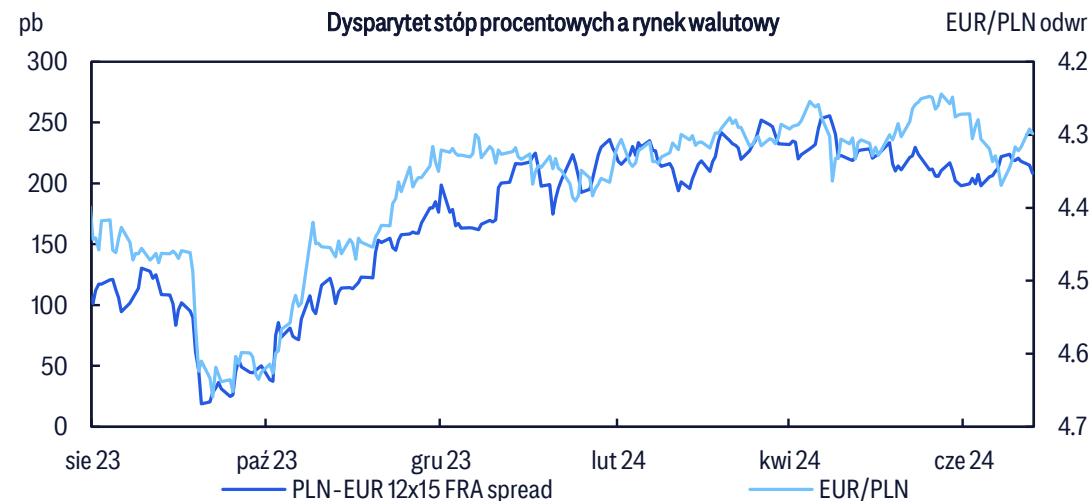
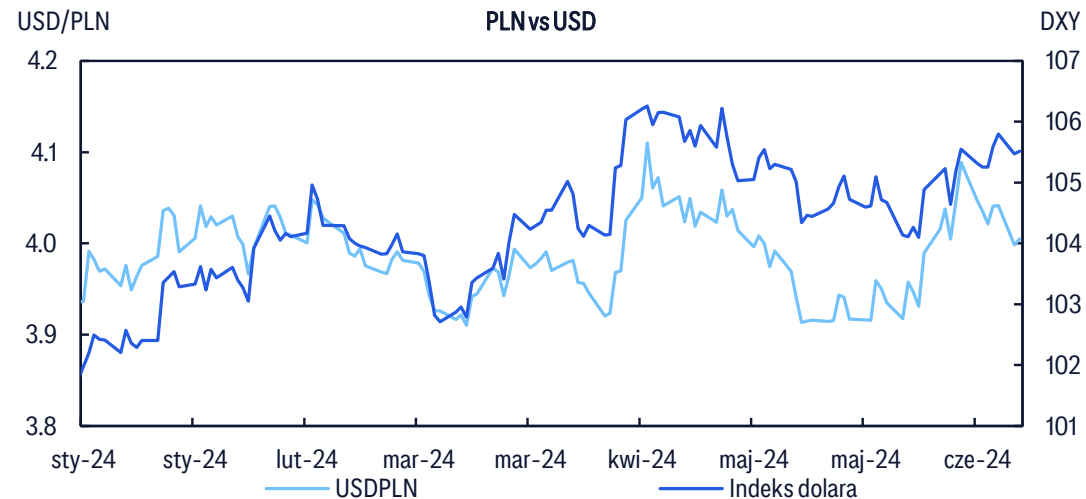
- Od początku tego roku stopy procentowe NBP nie uległy zmianie i komunikacja ze strony RPP wskazuje, że ciężko oczekiwać, żeby taki ruch mógł nastąpić w nadchodzącym półroczu. Naszym zdaniem przestrzeń do luzowania może pojawić się dopiero w trakcie 2025 r.
- Uwaga w polskiej polityce pieniężnej koncentruje się na czynnikach kierujących inflacją na wyższe poziomy. Rada widzi trzy główne czynniki kreujące presję inflacyjną: 1) ceny energii, 2) odbicie gospodarcze, 3) wzrost płac. Według RPP wzrost rachunków energetycznych (oprócz przesunięcia inflacji skokowo w górę w lipcu) mógłby również rodzić efekty drugiej rundy poprzez wpływ na oczekiwania inflacyjne. Pozostałe dwa czynniki, mogą podbijać inflację bazową, na której obecnie zamierzają się skupić władze monetarne. Silny wzrost płac napędza konsumpcję prywatną oraz tworzy presję kosztową w gospodarce. Jedynym czynnikiem anty-inflacyjnym, zdaniem RPP, jest silny złoty, jednak nie równoważy on powyższych bodźców.
- W lipcu NBP zaprezentuje swoją nową projekcję makroekonomiczną, która powinna już uwzględniać planowane przez rząd podwyżki cen energii. Jeszcze w marcu NBP zakładał, że w IV kw. 2024 r. inflacja znajdzie się w przedziale od 3,4% r/r do 8,4% r/r. Natomiast podczas konferencji prasowej w czerwcu, przedstawiono scenariusz zakładający wskaźnik CPI na poziomie 5,2%. Prezes Glapiński na ostatniej konferencji prasowej wyraźnie sugerował, że obniżki stóp możliwe są dopiero w 2025 roku, jeżeli inflacja się obniży i nie będzie ryzyka jej trwałego wzrostu.



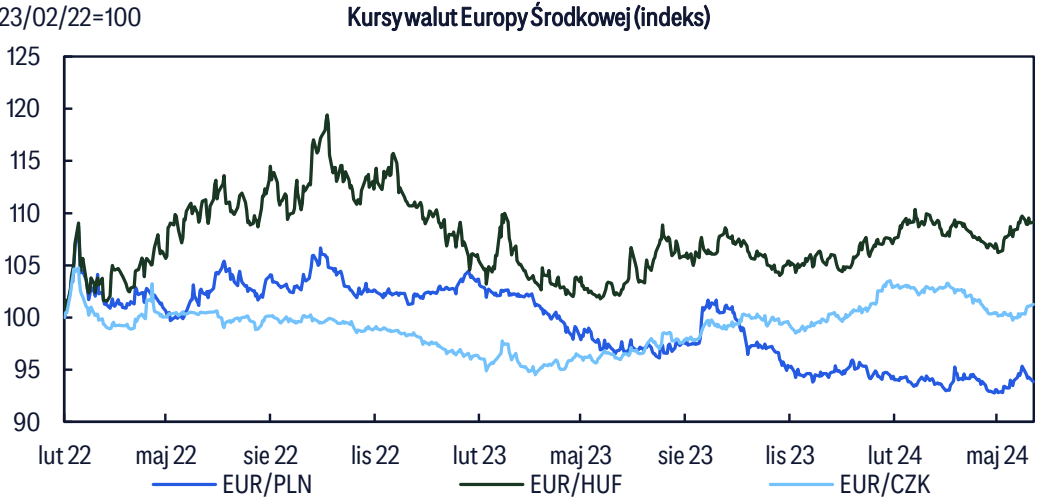
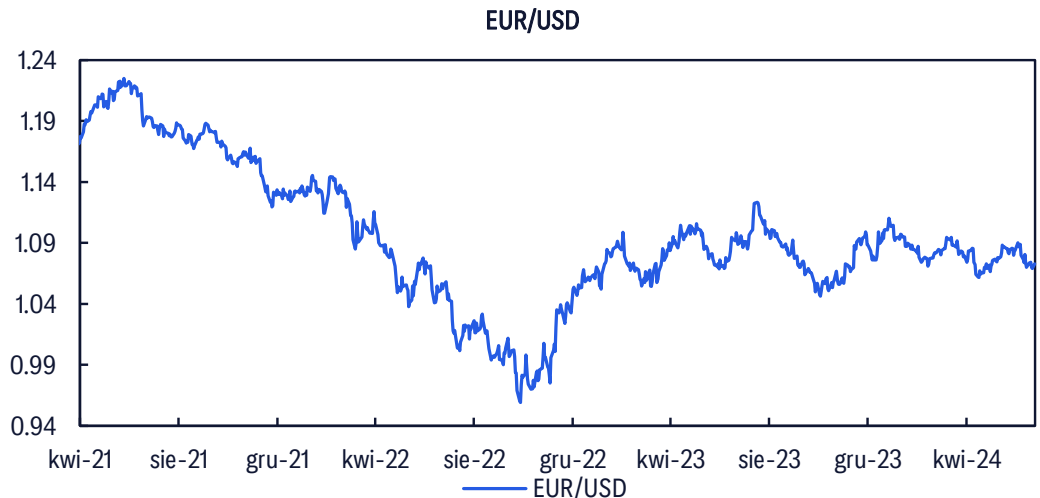
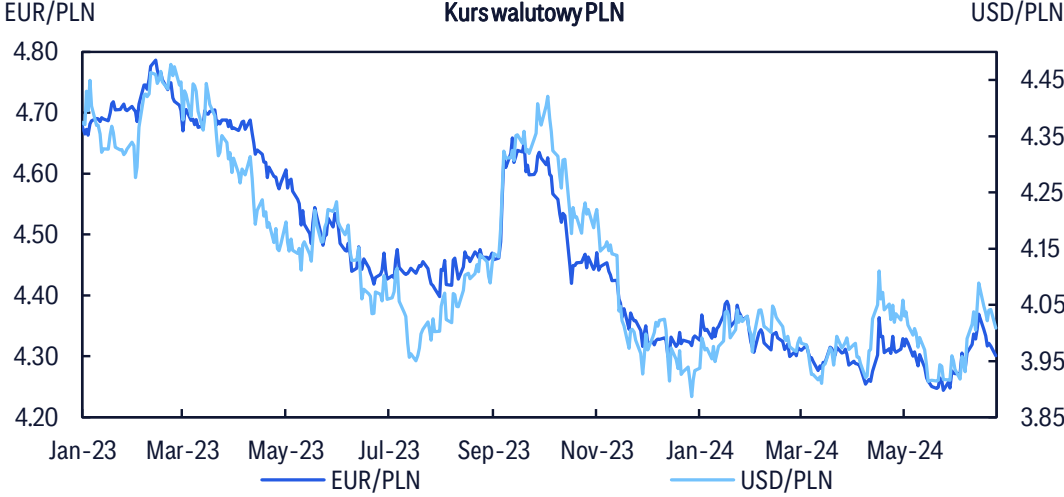
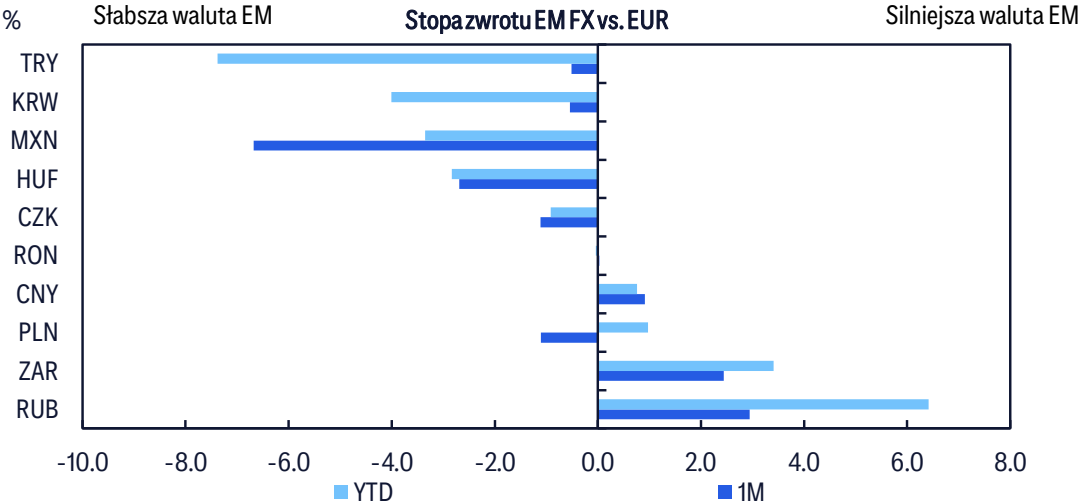
Rynek walutowy

Złoty nie stracił dużo na umocnieniu dolara

- W czerwcu amerykański dolar umocnił się o blisko 1,5% w relacji do koszyka głównych walut (z grupy G10), a kurs EUR/USD obniżył się z okolic poziomu 1,09 w pobliże 1,07.
- Pomimo wzrostu oczekiwań na obniżki stóp procentowych w USA (które rynek „wycenia” na ok. 50 pb w tym roku) dolar umacniał się wraz ze zmianami na europejskiej scenie politycznej. Euro traciło na wartości po tym jak po wynikach wyborów do Parlamentu Europejskiego francuski prezydent E. Macron zdecydował się na rozwiązanie Zgromadzenia Narodowego i organizację przyspieszonych wyborów. Istnieje ryzyko, że nowe wybory przyniosą zmianę władzy i mniejszą przewidywalność w lokalnej polityce.
- Umocnieniu dolara przeważnie towarzyszy osłabienie walut rynków wschodzących. Z podobnym ruchem mieliśmy do czynienia w czerwcu, jednak notowania USD/PLN wzrosły „zaledwie” o ok. 5 groszy od stanu na koniec maja, a w przypadku pary EUR/PLN ruch w górę był jeszcze mniejszy i wyniósł ok. 3 grosze.
- Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach złoty pozostanie relatywnie mocny w stosunku do euro i oczekujemy, że para EUR/PLN będzie notowana blisko poziomu 4,30. Cykl obniżek stóp procentowych w strefie euro już ruszył, a kolejne obniżki są prawdopodobne w dalszej części tego roku. Brak zmian stóp procentowych w Polsce powinien działać na korzyść krajowej waluty. Czynnikiem ryzyka pozostaje niepewna sytuacja geopolityczna w Europie oraz reszcie świata.



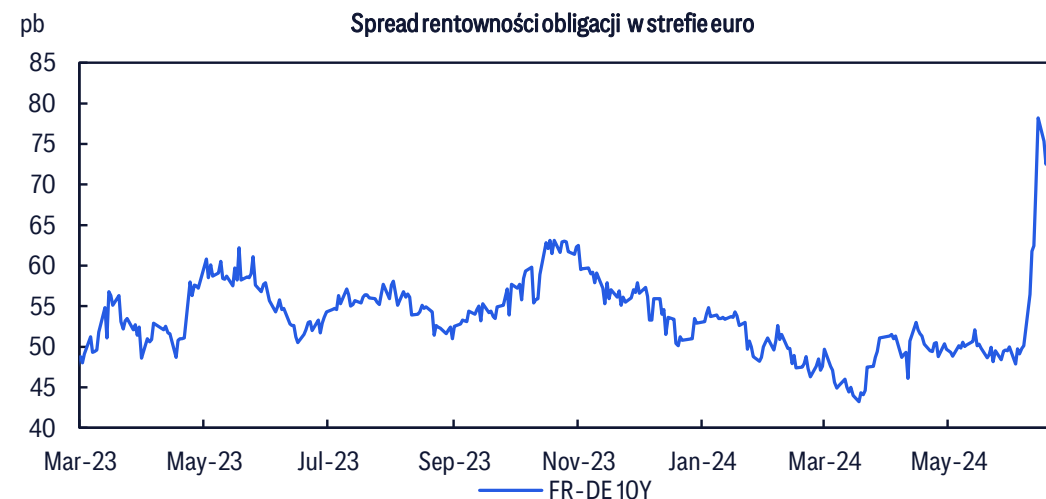
Rynek walutowy



Rynek długu

Bardziej stroma krzywa

- Czerwiec przyniósł wystromienie polskiej krzywej dochodowości, a różnica rentowności 10-letnich papierów nad 2-letnimi wzrosła o blisko 15 pb w pobliże 60 pb.
- Pomimo nastawienia RPP wskazującego na brak perspektyw do obniżek stóp procentowych w Polsce, obserwowane były spadki rentowności na krótkim końcu krzywej obligacji. Notowania kontraktów FRA wciąż wskazują na pewną przestrzeń do obniżek stóp i ostatnie tygodnie przyniosły dalszą korektę tych zakładów (w stronę wolniejszego łagodzenia polityki pieniężnej).
- W przypadku papierów skarbowych z dłuższym terminem do wykupu na notowaniach w większym stopniu ważyło zachowanie rynków dłużnych w strefie euro. Niepewność polityczna we Francji wpływała na zwiększony popyt na najbezpieczniejsze aktywa do których należą niemieckie „Bundy” (co prowadziło do szerszego spreadu francuskich obligacji). Pośrednio na tej sytuacji tracił również polskie papiery dłużne, których dochodowości pozostała w sektorze 10-letnim powyżej 5,70%.
- W najbliższych miesiącach dostrzegamy pole do spadku rentowności polskich obligacji - przede wszystkim na środku oraz dłuższym końcu krzywej. W przypadku papierów 5-letnich oraz 10-letnich widzimy pole do zejścia w stronę 5,30% oraz 5,40% w perspektywie trzeciego kwartału. Ryzykiem dla naszego scenariusza jest sytuacja fiskalna (potencjalna rewizja budżetu) oraz ewentualnie negatywne skutki unijnej procedury nadmiernego deficytu.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2023						2024							
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	
Strefa Realna														
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-6,5	-3,3	-1,6	-2,7	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-5,7	7,9	
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-14,2	4,7	1,4	-7,8	1,3	7,9	4,4	0,3	-9,5	3,5	0,6	4,0	-1,9	
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-5,9	-2,8	-0,7	-2,4	-2,3	-3,9	0,8	-1,5	-5,2	2,5	3,8	-6,0	8,2	
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	1,1	-0,6	1,6	1,1	3,5	11,5	9,8	3,9	14,0	-6,2	-4,9	-13,3	-2,0	
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-7,3	-6,8	-4,7	-4,0	-2,7	-0,3	2,8	-0,3	-2,3	3,2	6,1	6,1	4,1	
Stopa bezrobocia (%)	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	
Ceny														
Inflacja (% r/r)	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	
Inflacja (% m/m)	0,7	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,4	0,3	0,7	0,1	0,4	0,3	0,2	1,1	
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,9	-8,6	
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-1,3	-1,9	-0,8	-1,1	-0,1	0,3	-0,6	-1,2	-1,4	-1,9	0,1	-0,5	0,2	
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	11,3	
Przepływy zagraniczne														
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-2248	-257	4087	55	587	1184	2151	1352	199	1742	511	325	-	
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	258	895	1482	79	116	585	1055	-13	-799	1297	324	486	-	
Eksport f.o.b. (mln EUR)	26532	28529	28822	25827	25714	27601	29845	29768	24764	27032	27186	28331	-	
Eksport (% r/r)	2,0	4,6	4,3	0,2	-2,1	-4,0	2,1	-2,0	-6,2	-4,5	0,5	-9,5	-	
Import f.o.b. (mln EUR)	26274	27634	27340	25748	25598	27016	28790	29781	25563	25735	26862	27845	-	
Import (% r/r)	-8,8	-4,2	-5,0	-6,4	-10,9	-13,8	-7,1	-7,2	-10,6	-5,3	0,9	-8,3	-	

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2023						2024							
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	
Strefa monetarna														
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6,7	7,1	7,9	8,0	7,3	8,3	8,2	7,6	8,5	7,7	7,4	6,6	7,4	
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10,1	10,6	11,4	11,5	11,8	12,4	11,6	11,5	11,5	11,3	10,9	10,2	10,4	
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	13,0	12,7	13,5	14,8	11,1	11,2	10,9	8,7	8,8	5,1	2,3	1,9	2,2	
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	-5,0	-4,5	-5,0	-4,9	-4,3	-3,9	-3,9	-3,5	-2,2	-1,1	-0,6	-0,4	0,2	
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	3,3	1,9	0,8	-1,6	-6,1	-4,8	-5,6	-5,0	-3,0	-4,1	-4,7	-2,2	-2,2	
Rynki finansowe														
Stopa referencyjna (koniec mies.)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	
WIBOR 3M (średnio)	6,80	6,80	6,80	6,71	6,59	5,89	5,58	5,67	5,75	5,77	5,76	5,76	5,76	
WIBOR 3M (koniec okresu)	6,80	6,80	6,80	6,66	6,55	5,67	5,56	5,73	5,78	5,76	5,76	5,77	5,76	
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	6,89	6,96	6,34	6,46	6,18	5,56	5,61	5,74	5,69	5,61	5,55	5,56	5,46	
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	6,05	5,99	5,75	5,37	5,42	5,04	5,23	5,53	5,09	5,02	5,04	5,28	5,54	
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	6,02	5,99	5,63	5,30	5,56	5,25	5,38	5,44	4,83	5,18	5,14	5,49	5,60	
EUR/PLN (koniec okresu)	4,59	4,54	4,45	4,41	4,47	4,64	4,45	4,35	4,35	4,34	4,32	4,32	4,32	
USD/PLN (koniec okresu)	4,18	4,26	4,11	4,00	4,11	4,37	4,17	3,98	3,94	4,01	3,98	4,01	4,03	
EUR/USD (koniec okresu)	1,10	1,07	1,09	1,10	1,09	1,06	1,06	1,09	1,11	1,08	1,08	1,08	1,07	
Wskaźniki fiskalne														
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	10,0	20,9	12,7	13,1	16,6	34,7	36,4	42,6	85,6	-13,7	7,8	24,5	39,9	
Def. budżetowy skum. (% planu)*	15%	31%	19%	19%	24%	51%	54%	63%	126%	-20%	12%	36%	59%	

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	809	903	990
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,067	3,396	3,634	3,932
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,761	17,990	18,268	21,487	24,060	26,472
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,1	37,9	37,8	37,6	37,5	37,4
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	5,0	5,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	3,4	4,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	2,7	13,1	-1,8	6,6
Konsumpcja (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,3	-0,1	6,0	3,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	5,4	3,9
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,4	1,9	5,6
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-2,0	2,2	5,7
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,4	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,0	4,3
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	10,5	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	-0,3	4,0	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,75
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,88	4,76
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,25	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,39	3,94	4,10	3,82
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,03	3,97
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,31	4,37
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,31	4,35

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	-4,0	-8,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	-0,4	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	-5,7	-8,3
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	406,0	443,7
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	411,7	452,0
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,6	49,1
Saldo dochodów pierwotnych	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,4	-45,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,5	-5,1	-5,4	-4,1
Saldo pierwotne sektora	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,2	-3,2	-1,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	39,1	41,7	41,9

Prognozy długoterminowe

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% r/r)	6,9	5,6	0,2	3,4	4,3	3,4	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	5,1	14,3	11,5	4,0	4,3	2,9	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,1	-2,6	1,7	-0,4	-0,9	-0,8	-0,6
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3,50	6,75	5,75	5,75	4,75	3,75	3,75
USD/PLN (Koniec okresu)	2,95	4,39	3,94	4,10	3,82	3,69	3,72
USD/PLN (Średnia)	3,01	4,45	4,20	4,03	3,97	3,69	3,71
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,96	4,69	4,35	4,31	4,37	4,40	4,40
EUR/PLN (Średnia)	3,99	4,69	4,54	4,31	4,35	4,40	4,40

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciotek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciotek@citi.com

Zuzanna Mroczka

Stażystka

zuzanna.mroczka@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

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.

citi handlowy