



Październik 2024

Piotr Kalisz, CFA  
Arkadiusz Trzciółek, CFA  
Aleksandra Siuzdak

Citi Monthly

# Sprzedazowe rozczarowanie

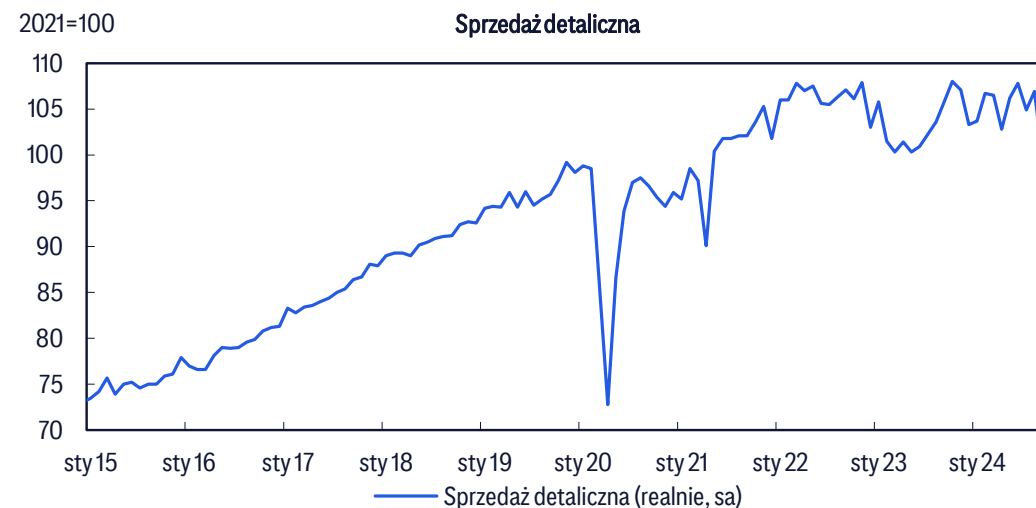
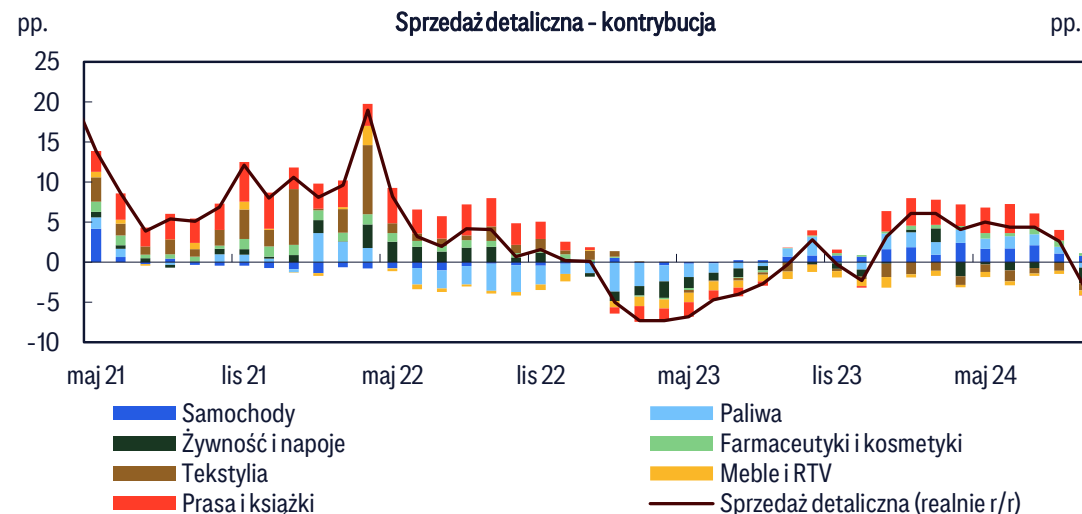
# Podsumowanie

- Uwaga rynków finansowych koncentruje się na zbliżających się wyborach prezydenckich w Stanach Zjednoczonych. W rezultacie od końca września na wartości zyskiwał dolar, a słabły waluty rynków wschodzących, w tym złoty.
- Dane z gospodarki nie zachwycają. Miesięczne wyniki produkcji przemysłowej były bliskie naszym oczekiwaniom, jednak sprzedaż detaliczna wyraźnie rozczarowała. Część jej spadku może mieć efekt przejściowy, ale nie zmienia to faktu, że wzrost PKB w całym III kwartale mógł być słabszy od wcześniejszych prognoz.
- Rząd zaprezentował plan przewidujący rozpoczęcie konsolidacji budżetowej i obniżenie deficytu poniżej 3% PKB w ciągu kolejnych czterech lat. Może to oznaczać istotne zacieśnienie fiskalne i negatywny wpływ na wzrost gospodarczy począwszy od 2026 roku.
- Na rynku pracy dynamika płac utrzymuje się na wysokim poziomie, co sprzyja podtrzymaniu podwyższonej inflacji, szczególnie w pracochłonnych usługach. We wrześniu inflacja wzrosła do 4,9% i choć w kolejnych miesiącach może lekko spaść, szczytu inflacyjnego spodziewamy się dopiero około marca 2025 r.
- W październiku stopy procentowe NBP pozostały bez zmian, ale decyzja ta chyba nikogo nie zaskoczyła. Jednocześnie jednak Rada Polityki Pieniężnej łagodzi swoją retorykę i sygnalizuje możliwość rozważenia obniżek stóp procentowych w marcu lub w II kwartale 2025 r.

# Aktywność ekonomiczna

## Zadyszka w sprzedaży?

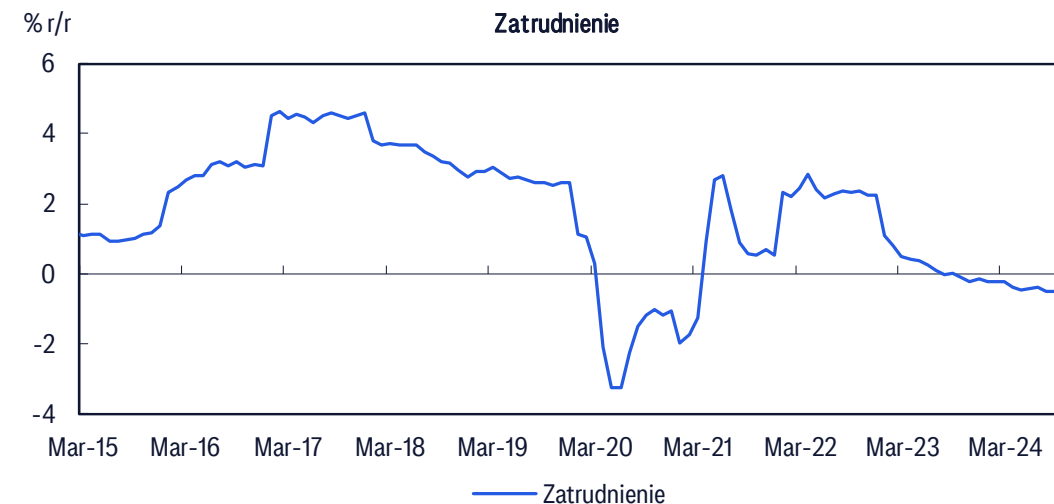
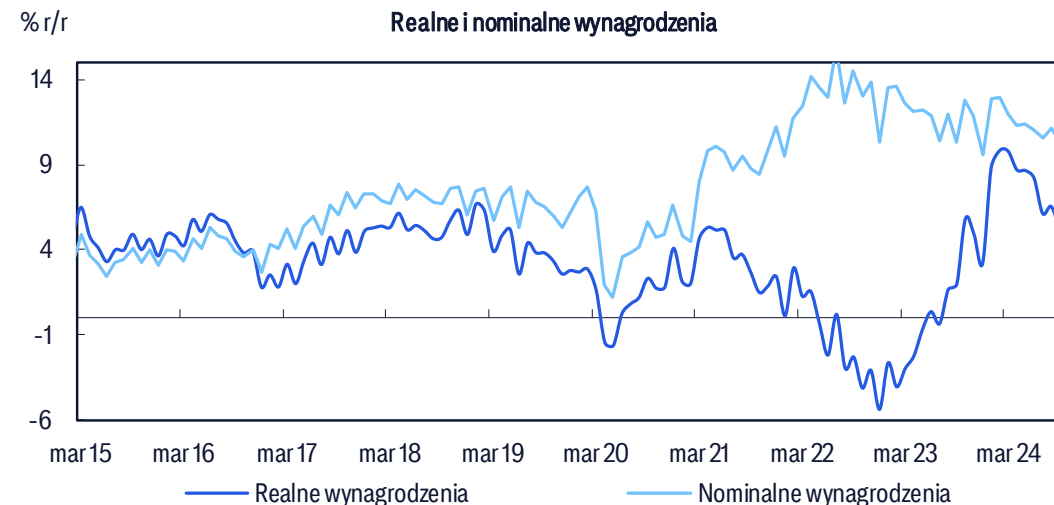
- Największą niespodzianką minionego miesiąca był bardzo słaby wynik sprzedaży detalicznej. Przez cały rok sprzedaż rosła wolniej niż sugerowałyby to wyłącznie dane o wynagrodzeniach, lecz można było to przypisać przesuwaniu ciężaru wydatków z towarów (uwzględnionych w sprzedaży detalicznej) w kierunku konsumpcji usług (nie uwzględnionej w statystyce sprzedaży). Niemniej we wrześniu sprzedaż odnotowała bardzo głęboki spadek (-3% r/r, -6,7% m/m po odsezonowaniu), który wymyka się normalnym trendom.
- Spadek sprzedaży był na tyle głęboki, że można go porównywać wyłącznie z okresem pandemicznym, Trudno jednak w gospodarce doszukiwać się wydarzeń, które mogły mieć aż tak głęboki wpływ na aktywność gospodarczą. Chociaż we wrześniu część kraju została dotknięta przez powódź, jej wpływ na sprzedaż na poziomie ogólnopolskim zapewne był znikomy w porównaniu z danymi opublikowanymi przez GUS. Biorąc to pod uwagę skłaniamy się ku interpretacji, że wrześniowa słabość była przejściowa i zostanie skompensowana dobrą sprzedażą w październiku.
- W sumie jednak nie można zupełnie zignorować przestania wrześniowych danych. Sugerują one, że wzrost gospodarczy w III kwartale prawdopodobnie był słabszy niż wcześniej zakładano i niewykluczone, że spadł poniżej 3% r/r. Niepewność co do ostatecznego wyniku jest jednak duża, szczególnie jeżeli weźmie się pod uwagę fakt, że w poprzednim kwartale wzrost PKB okazał się znacznie silniejszy niż sugerowałyby dane miesięczne, w tym właśnie dane o sprzedaży.



# Rynek pracy

## Dynamika płac wciąż silna

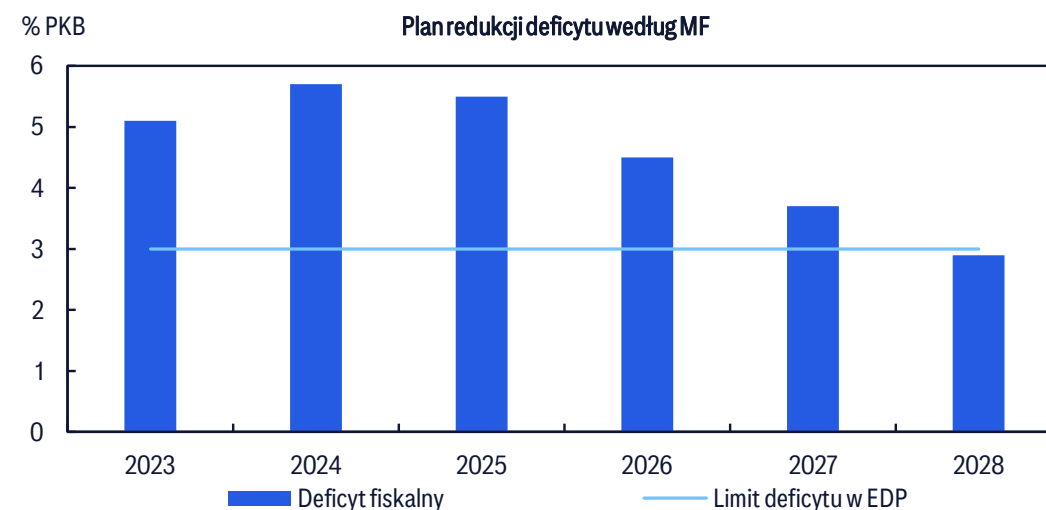
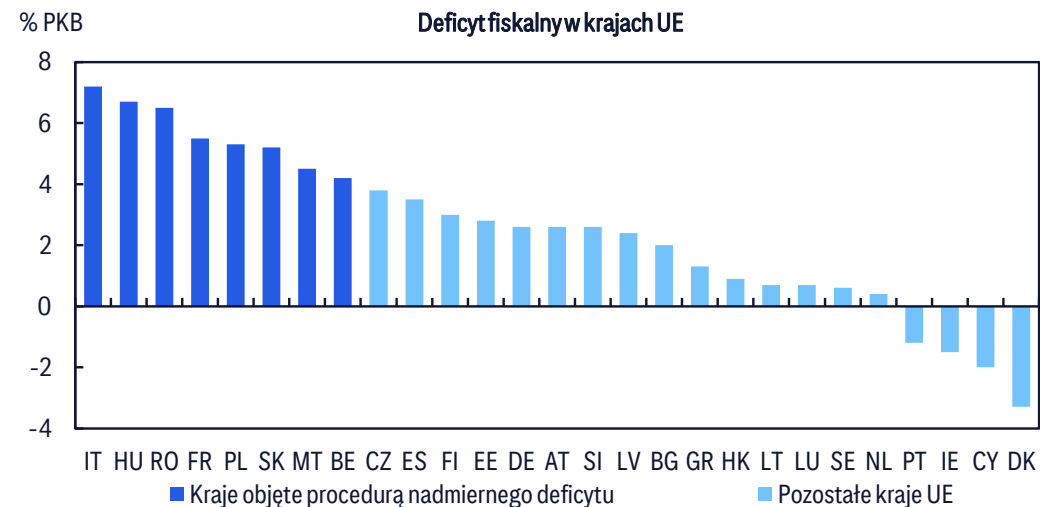
- Na rynku pracy na razie nie widać oznak gwałtownych zmian, jednak presja płacowa powoli słabnie. We wrześniu wzrost przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wyhamował do 10,3% r/r wobec 11,1% r/r w sierpniu. Jest to najniższy wynik od początku 2024 roku, w którym dynamika płac utrzymywała się nieprzerwanie w okolicach 11-12% r/r.
- Podobną tendencję wykazały wynagrodzenia w ujęciu realnym, jako że ich tempo wzrostu obniżyło się do 5,2% r/r z 6,6% r/r w sierpniu. Do istotnego spadku dynamiki płac realnych (jeszcze kilka miesięcy temu była bliska 9% r/r) przyczynił się wzrost inflacji CPI.
- Jeżeli chodzi o zatrudnienie, w ujęciu rocznym utrzymało się na tym samym poziomie (-0,5% r/r). Stopa bezrobocia również pozostała bez zmian i według GUS już trzeci miesiąc z rzędu wyniosła 5%.
- Naszym zdaniem sytuacja na rynku pracy pozostaje relatywnie dobra i póki co brakuje przesłanek wskazujących na istotny wzrost stopy bezrobocia w najbliższym czasie. Osłabienie presji płacowej nie jest szczególnie zaskakujące i jeżeli mielibyśmy doszukiwać się niespodzianek, to raczej w tym, że w poprzednich miesiącach następowało ono wyjątkowo wolno. W najbliższych miesiącach dynamika płac prawdopodobnie pozostanie silna i utrzyma się w okolicach 10% r/r, jednak w 2025 roku wraz z mniejszą skalą podwyżek płacy minimalnej wzrosty wynagrodzeń wyhamują.



# Polityka fiskalna

## Deficyt będzie spadał powoli

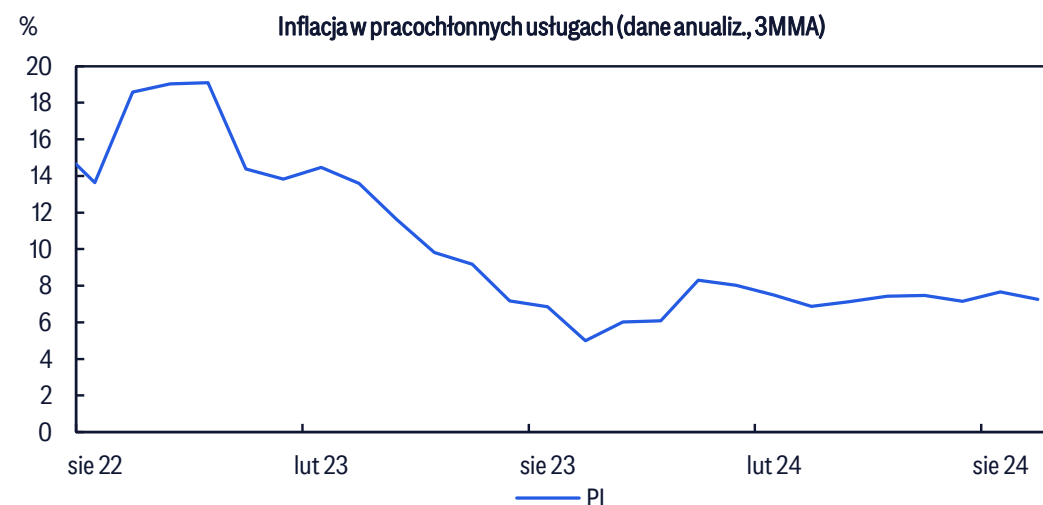
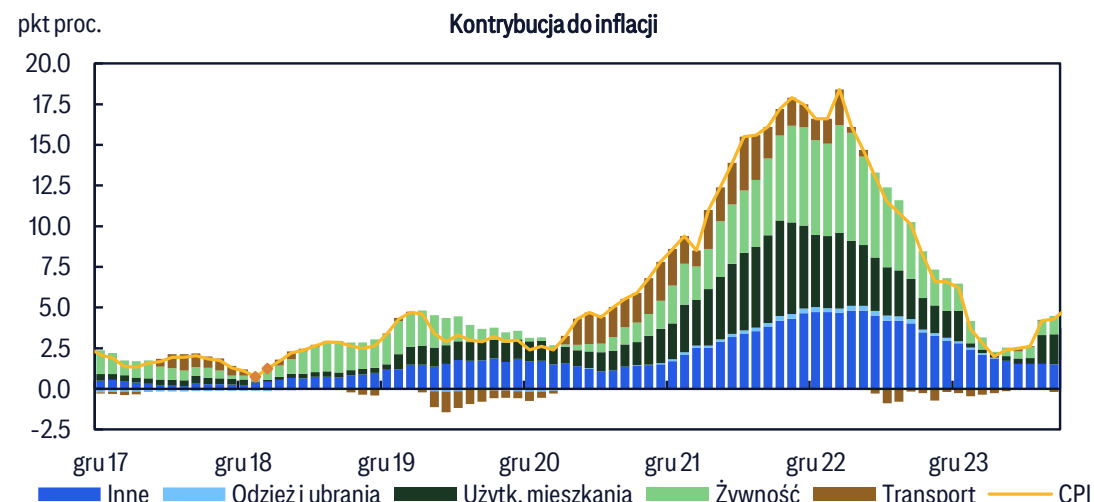
- W październiku Ministerstwo Finansów przedstawiło Plan Budżetowo-Strukturalny, który określa ścieżkę konsolidacji finansów państwa. Plan jest następstwem objęcia Polski przez Komisję Europejską procedurą nadmiernego deficytu (EDP), co ogłoszono w lipcu tego roku wobec krajów, których deficyt fiskalny przekracza 3% PKB oraz nie stwierdzono podjęcia działań mających doprowadzić do redukcji deficytu. W ubiegłych latach nie stosowano tej procedury, gdyż była zawieszona w latach 2020-2023 w związku z odbudową gospodarczą po wybuchu pandemii COVID-19 i związanymi z tym wydatkami fiskalnymi.
- Kraje objęte EDP muszą przedstawić plan, który stanowi wiarygodną ścieżkę ograniczenia deficytu poniżej progu 3% PKB. Dokument zaprezentowany przez MF zakłada, że deficyt fiskalny spadnie poniżej 3% PKB w 2028 roku. Droga dojścia do tej wartości nie będzie jednak przebiegać równomiernie, gdyż planowany deficyt na 2024 rok to 5,7% PKB, a w 2025 roku miałyby zejść jedynie do 5,5%. Dopiero w kolejnych latach od 2026 roku deficyt fiskalny ma być ograniczany o ok. 1% PKB.
- Plan MF nie zawiera konkretnych rozwiązań dotyczących wydatków, które będą ograniczane lub dochodów, które mogłyby wzrosnąć. Czynnikiem, który naturalnie będzie wspierał redukcję deficytu (przy braku dalszej ekspansji fiskalnej) będzie wciąż wysoki potencjalny wzrost PKB. Pierwsza ocena działań władz fiskalnych będzie możliwa dopiero za rok, kiedy to przedstawiony zostanie projekt ustawy budżetowej na 2026, co powinno pokazać jaka będzie wtedy planowana skala redukcji deficytu.



# Inflacja

## Szczyt inflacji wciąż przed nami

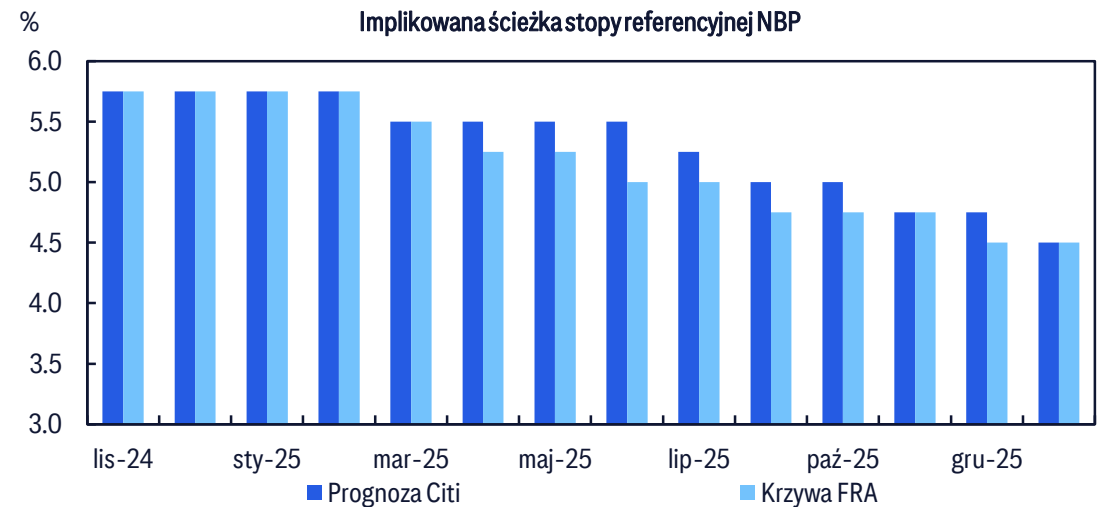
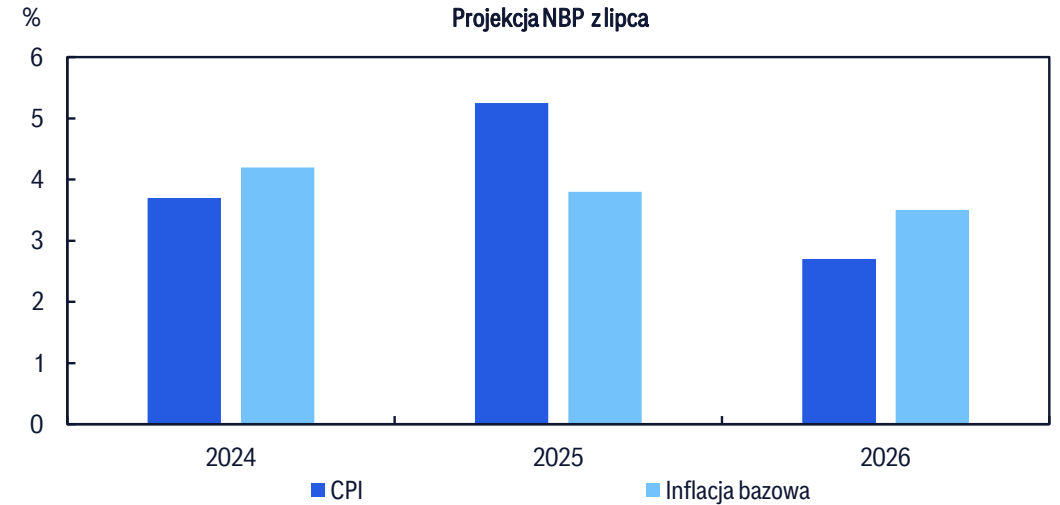
- Zgodnie z oczekiwaniami wrzesień przyniósł istotny wzrost inflacji. Wskaźnik CPI sięgnął 4,9% r/r, wobec 4,3% w sierpniu oraz zaledwie 2,6% w czerwcu. Odbicie inflacji z ostatnich miesięcy to głównie efekt lipcowych podwyżek cen energii oraz (w pełni przewidywalnych) efektów statystycznych związanych z obniżkami cen paliw na stacjach przed wyborami w 2023 roku. Pod tym względem trudno doszukiwać się w danych nowych informacji.
- Biorąc pod uwagę istotny wpływ energii oraz efektów bazy na wskaźnik CPI, obecnie do oceny sytuacji cenowej lepiej stosować miary inflacji bazowej w ujęciu miesiąc do miesiąca i po wyeliminowaniu wpływu sezonowych wahań. W tym przypadku sygnały płynące z danych nie są nadmiernie optymistyczne. Inflacja bazowa po odsezonowaniu w ostatnich trzech miesiącach kształtowała się na poziomie 0,45% m/m, wobec ok. 0,3% notowanych wcześniej. Gdyby przeliczyć powyższe wyniki na wskaźnik roczny, implikują one inflację bazową na poziomie ~5,4%. Również węższe miary, które uwzględniają tylko pracochłonne usługi nie pokazują osłabienia presji cenowej, lecz oscylują niezmiennie powyżej 7%.
- Naszym zdaniem w krótkim okresie niska dynamika cen żywności oraz paliw mogą nawet lekko obniżyć inflację (dotyczy to października), jednak trend wzrostowy będzie jeszcze kontynuowany. Szczytu inflacyjnego spodziewamy się dopiero około marca, jednak po tym miesiącu inflacja ma szansę w końcu wejść na ścieżkę spadkową i pod koniec 2025 roku może być w granicach celu inflacyjnego RPP.



# Polityka pieniężna

## Rada łagodnieje

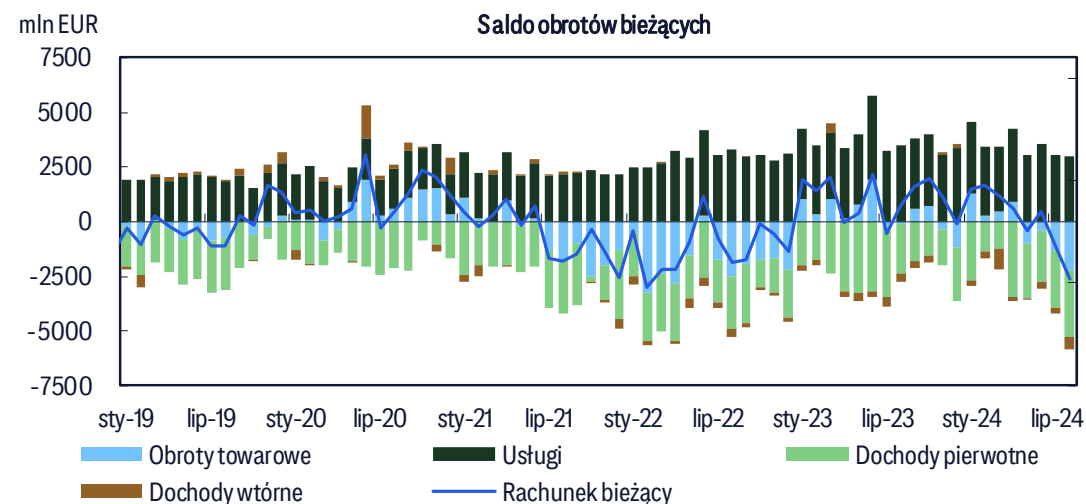
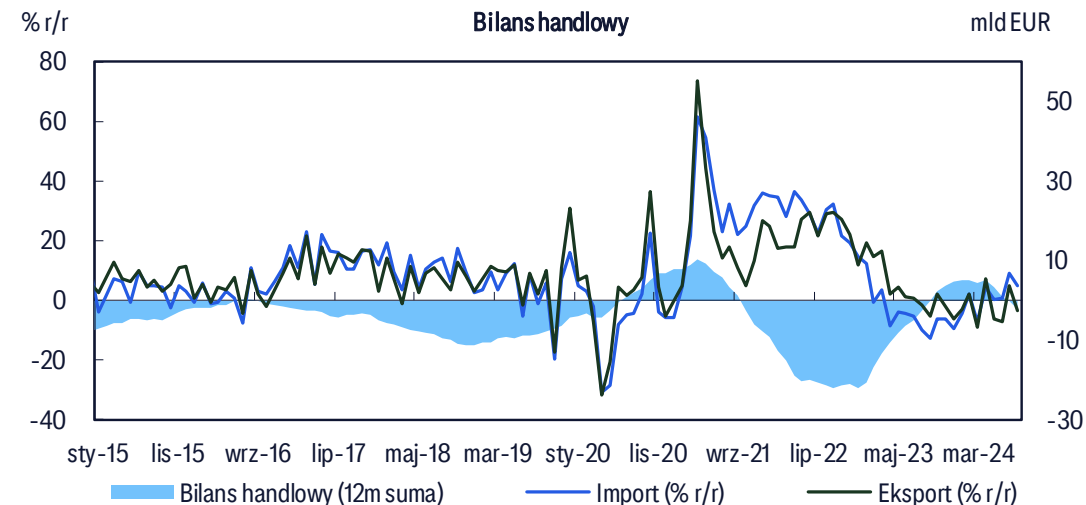
- W październiku Rada Polityki Pieniężnej ponownie pozostawiła stopy procentowe bez zmian, jednak wypowiedzi samych członków RPP sugerują, że konsensus w banku centralnym przesuwają się w kierunku łagodniejszej polityki monetarnej. W szczególności podczas konferencji po posiedzeniu Rady prezes Głapiński zasygnalizował, że temat obniżek stóp procentowych może być dyskutowany już w pierwszej połowie przyszłego roku.
- Na tle decyzji innych banków centralnych czekanie do marca z obniżkami stóp procentowych może jawić się jako bardzo ostrożna, wręcz jastrzębia strategia. W rzeczywistości jednak RPP musi brać pod uwagę krajowe dane inflacyjne, które rysują zdecydowanie mniej korzystny obraz niż dane o CPI w innych gospodarkach regionu. Co więcej, wiele wskazuje, że w nowej projekcji NBP, którą poznamy na początku listopada ścieżka inflacji bazowej może zostać podniesiona w stosunku do poprzednich przewidywań (nawet jeśli inflacja CPI pozostanie bez większych zmian).
- Nasz scenariusz zakłada w sumie około 100 pb obniżek stóp procentowych w całym 2025 roku, z pierwszym cięciem prawdopodobnym już w marcu. Oczywiście na wynik ten pośredni wpływ będzie miało również to, co zrobią inne banki centralne. W Stanach Zjednoczonych do końca przyszłego roku spodziewamy się ok. 175 pb cięć. Gdyby rzeczywista skala zmian stóp przez Fed odbiegła od tego scenariusza, wpłynęłoby to również na przestrzeń do łagodzenia polityki monetarnej w Polsce.



# Bilans płatniczy

## Znów deficyt

- Najnowsze dane o bilansie płatniczym pokazały znaczny wzrost deficytu w rachunku obrotów bieżących. W sierpniu deficyt sięgnął 2,8 mld EUR wobec deficytu na poziomie 1,1 mld EUR w lipcu. Skumulowane roczne saldo obrotów bieżących stanowiło +0,8% PKB.
- Opublikowane dane wyraźnie wskazują na słabość eksportu, przy jednocześnie umiarkowanie pozytywnych trendach w imporcie. W samym sierpniu wartość eksportu zmniejszyła się o 3,3% r/r w porównaniu do wzrostu o 4,7% r/r miesiąc wcześniej. Poza paliwami, spadki objęły wszystkie kategorie eksportu, przy czym szczególnie dotkliwe okazały się one dla eksporterów samochodów osobowych oraz innych produktów związanych z motoryzacją.
- Jeżeli chodzi o import, w sierpniu wzrósł on o 4,9% r/r. Zwiększyła się zarówno wartość importu towarów konsumpcyjnych, jak również produktów rolnych. Niemniej, z powodu trudności w sektorze eksportowym, spadki zanotował import części motoryzacyjnych i towarów zaopatrzeniowych.
- W komentarzu do bilansu płatniczego NBP wskazuje, że zróżnicowanie dynamik składników salda obrotów towarowych jest głównie efektem silniejszego wzrostu popytu w Polsce w porównaniu do głównych partnerów handlowych. Naszym zdaniem czynnik ten powinien oddziaływać również w najbliższych miesiącach.

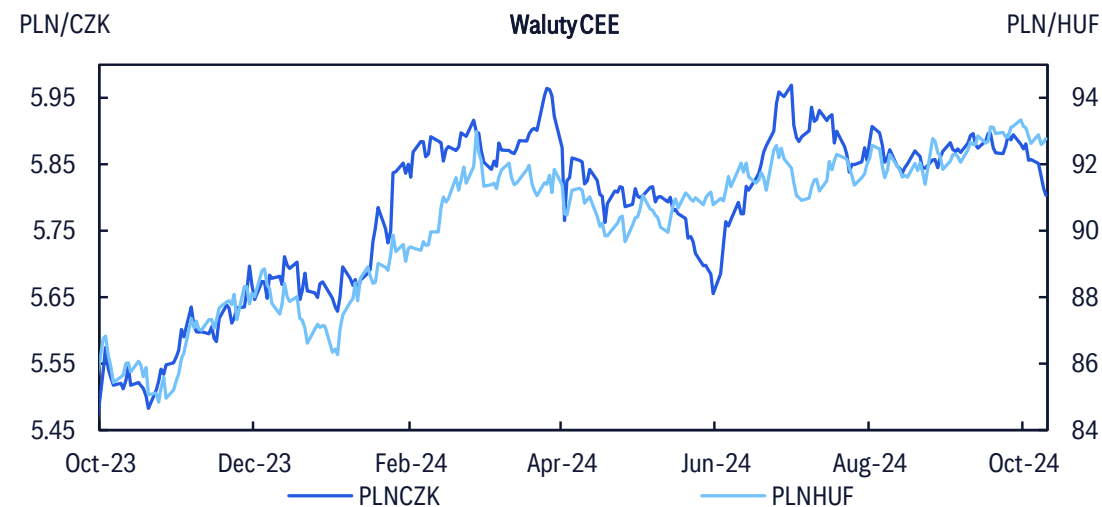
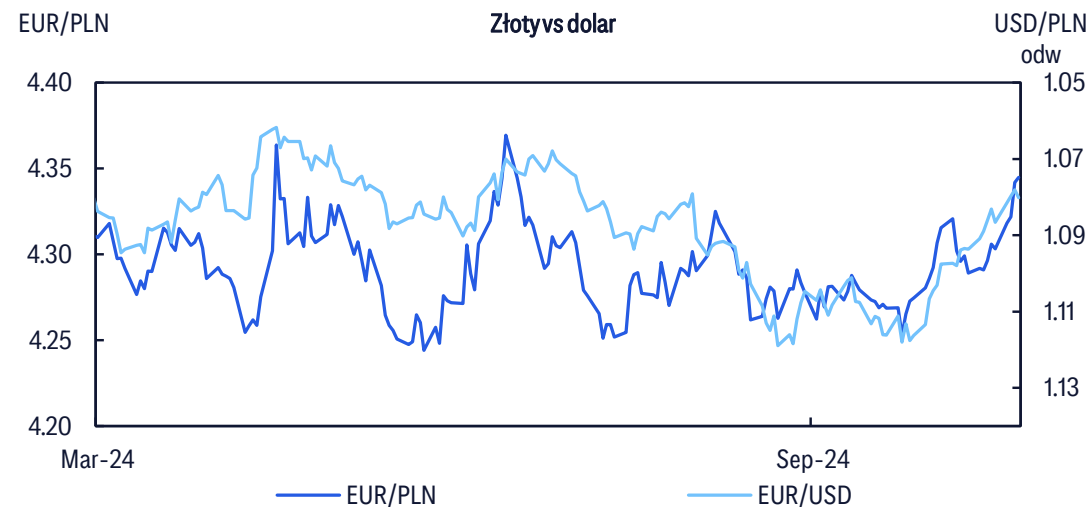




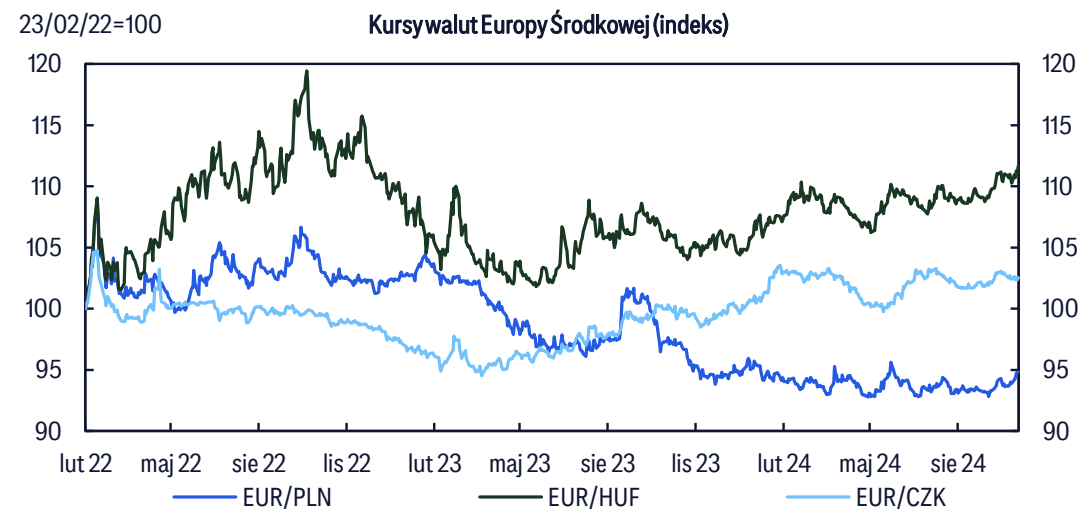
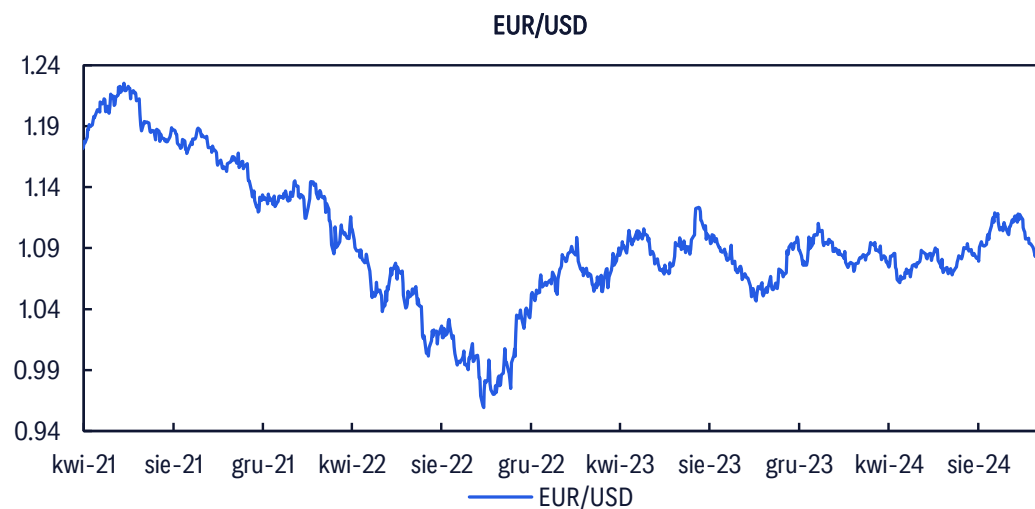
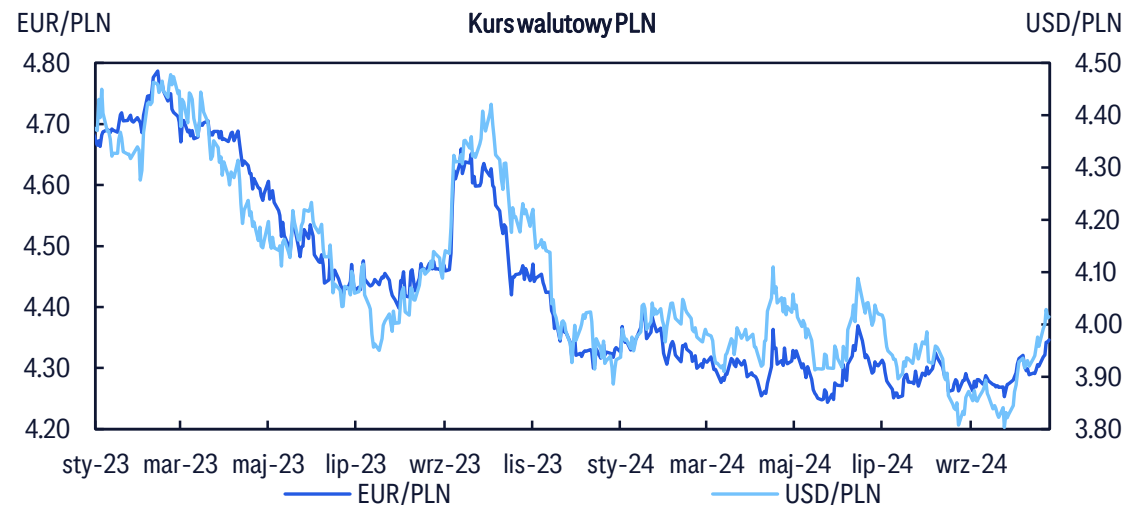
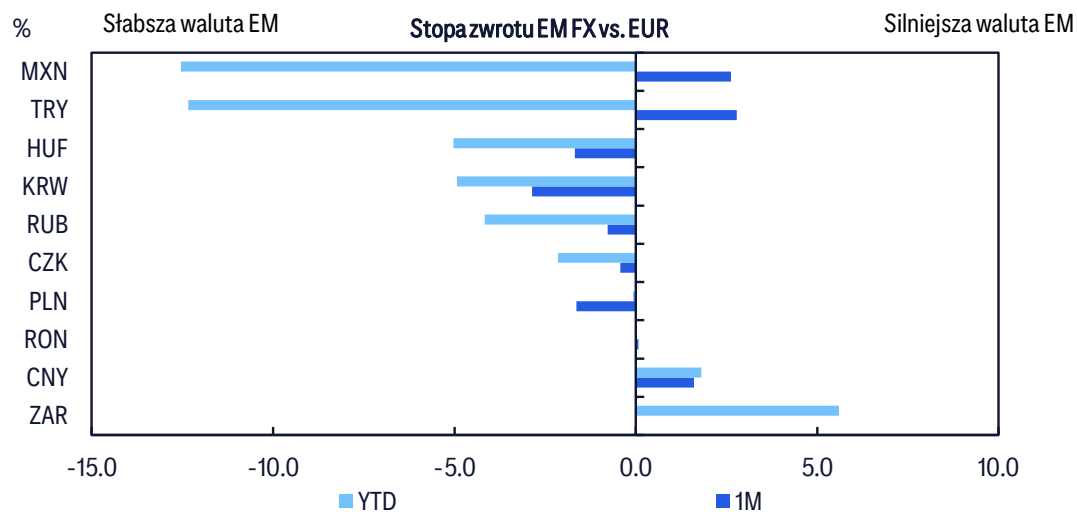
# Rynek walutowy

## Przecena złotego

- Po wakacyjnym okresie względnej stabilizacji notowań polskiej waluty ostatnie tygodnie przyniosły zauważalny spadek jej wartości wobec walut bazowych. W przeciągu ostatniego miesiąca kurs EUR/PLN przesunął się z dołków w okolicy poziomu 4,25 powyżej 4,34, a w przypadku pary USD/PLN ruch był jeszcze większy od poziomu 3,80 do 4,02.
- Oslabienie polskiej waluty w dużym stopniu można wiązać z ostatnim umocnieniem amerykańskiego dolara. Kurs EUR/USD pod koniec września osiągnął szczyt w pobliżu poziomu 1,12, aby w drugiej połowie października zejść poniżej granicy 1,08. Siła amerykańskiej waluty związana jest zarówno z relatywnym postrzeganiem polityki pieniężnej, gdzie dane dostarczyły w ostatnim czasie argumentów za spowolnieniem tempa obniżek stóp przez Fed (z 50 pb we wrześniu), a jednocześnie wskazują na możliwe przyspieszenie działań przez EBC. Ponadto, zmiana wyników sondaży na korzyść Donalda Trumpa w amerykańskich wyborach prezydenckich (5.11) sprzyjała sile amerykańskiej, gdyż jego polityka może prowadzić do wyższych stóp procentowych, a wprowadzenie ceł w handlu może mieć pozytywny wpływ na dolara (podobnie jak po wyborach 2016 roku).
- Złoty w relacji do innych walut CEE (korona czy forinta) korzystał dotychczas na braku obniżek stóp procentowych, jednak zbliżający się cykl cięć przez RPP może ograniczać ten pozytywny wpływ w najbliższych miesiącach. Oczekujemy, że w perspektywie 3-miesięcy para EUR/PLN będzie utrzymywać się powyżej poziomu 4,30.



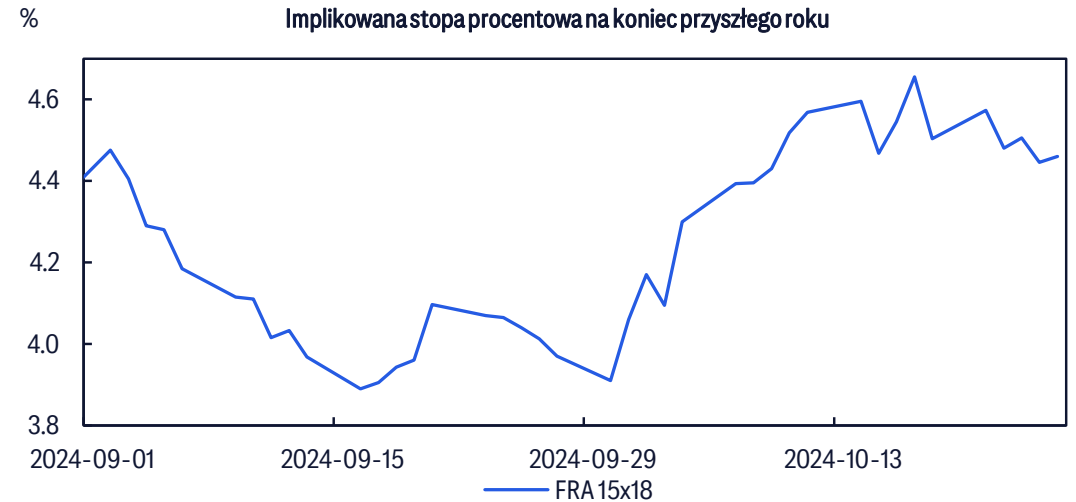
# Rynek walutowy



# Rynek długu

## Obniżki coraz bliżej, a krzywa obligacji coraz wyżej

- Ostatni miesiąc przyniósł zauważalny wzrost rentowności polskich obligacji skarbowych, a kształt krzywej dochodowości jest teraz bardziej stromy. Rentowności obligacji 10-letnich i 5-letnich wzrosły o ok. 40 pb wobec analogicznego okresu we wrześniu, a w sektorze 2-letnim o 25 pb.
- Zmiana może wydawać się nieco zaskakująca, biorąc pod uwagę łagodniejszy ton RPP, który przybliży nas do obniżek stóp procentowych w Polsce. Notowania kontraktów FRA wskazują, że do obniżki stóp mogłoby dojść w pierwszym kwartale przyszłego roku, jednak istotnym zmianom uległy oczekiwania cięć stopy referencyjnej na koniec przyszłego roku, które obecnie wynoszą ok. 125 pb wobec blisko 200 pb w połowie września.
- Ruch na dłuższym końcu polskiej krzywej dochodowości w dużym stopniu odzwierciedlał wzrost stóp procentowych w USA, gdzie rentowność 10-letnich obligacji wzrosła o 45 pb. Rynkowe stopy rosły w ostatnim czasie odzwierciedlając geopolityczne wydarzenia i oczekiwania wobec wyniku wyborów prezydenckich w USA. W mniejszym stopniu (o 14 pb) przesunęły się rentowności niemieckich papierów o tym samym terminie zapadalności, co przełożyło się na wzrost spreadu polskim papierów nad niemieckimi do 350 pb.
- Zakładamy, że po ostatnich silnych wzrostach stóp procentowych istnieje pole do korekty tego ruchu, zwłaszcza biorąc pod uwagę słabe dane o polskiej aktywności gospodarczej z ostatnich miesięcy.



# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2023				2024								
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
<b>Strefa Realna</b>													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-3.3	2.0	-0.3	-3.5	3.0	3.2	-5.7	7.8	-1.6	0.0	5.3	-1.3	-0.4
Produkcja przemysłowa (% m/m)	7.9	4.4	0.3	-9.5	3.5	0.6	4.0	-1.9	-4.4	3.0	-2.9	-5.0	8.9
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-3.9	0.8	-1.5	-5.2	2.5	3.8	-6.0	8.1	-1.6	-0.1	5.4	-1.4	-0.4
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	11.3	9.7	3.8	14.0	-6.2	-4.8	-13.4	-2.0	-6.5	-9.0	-1.3	-9.6	-9.0
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-0.3	2.8	-0.3	-2.3	3.2	6.1	6.1	4.1	5.0	4.4	4.4	2.6	-3.0
Stopa bezrobocia (%)	5.0	5.0	5.0	5.1	5.4	5.4	5.3	5.1	5.0	4.9	5.0	5.0	5.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5
<b>Ceny</b>													
Inflacja (% r/r)	8.2	6.6	6.6	6.2	3.7	2.8	2.0	2.4	2.5	2.6	4.2	4.3	4.9
Inflacja (% m/m)	-0.4	0.3	0.7	0.1	0.4	0.3	0.2	1.1	0.1	0.1	1.4	0.1	0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-2.7	-4.2	-5.1	-6.9	-10.6	-10.0	-9.9	-8.5	-7.0	-5.8	-5.1	-5.5	-6.3
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.3	-0.6	-1.2	-1.4	-1.9	0.1	-0.5	0.3	-0.3	0.4	-0.4	-0.5	-0.5
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	10.3	12.8	11.8	9.6	12.8	12.9	12.0	11.3	11.4	11.0	10.6	11.1	10.3
<b>Przepływy zagraniczne</b>													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	1700	2121	1182	-102	1575	1752	1239	623	-451	485	-1116	-2827	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	572	709	-369	-1159	1274	298	485	880	-962	-397	-1302	-2244	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	27904	29850	29773	24770	27433	27589	28760	28551	26847	27261	27157	24952	-
Eksport (% r/r)	-5.2	2.1	-2.0	-6.3	-3.1	2.0	-8.7	7.5	-6.0	-7.3	4.7	-3.3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	27332	29141	30142	25929	26159	27291	28275	27671	27809	27658	28459	27196	-
Import (% r/r)	-12.8	-6.0	-6.1	-9.3	-4.1	2.1	-7.2	4.7	0.1	0.6	9.1	4.9	-

# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2023				2024								
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
<b>Strefa monetarna</b>													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.3	8.2	7.6	8.5	7.7	7.4	6.6	7.4	8.0	8.4	8.3	7.8	6.5
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	12.4	11.6	11.5	11.5	11.3	10.9	10.2	10.4	10.6	10.8	10.9	10.2	8.7
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	11.2	10.9	8.7	8.7	5.1	2.3	1.9	2.2	2.7	2.3	0.9	1.4	-1.7
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	-3.9	-3.9	-3.5	-2.2	-1.1	-0.6	-0.4	0.2	0.5	1.4	1.9	2.0	1.4
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-4.8	-5.6	-5.0	-3.1	-4.1	-4.7	-2.2	-2.2	-1.4	-0.5	0.3	2.2	1.9
<b>Rynki finansowe</b>													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
WIBOR 3M (średnio)	5.89	5.58	5.67	5.75	5.77	5.76	5.76	5.76	5.75	5.75	5.76	5.75	5.75
WIBOR 3M (koniec okresu)	5.67	5.56	5.73	5.78	5.76	5.76	5.77	5.76	5.75	5.75	5.76	5.75	5.75
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	5.56	5.61	5.74	5.69	5.61	5.55	5.56	5.46	5.44	5.51	5.68	5.64	5.90
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.04	5.23	5.53	5.09	5.02	5.04	5.28	5.54	5.45	5.21	4.62	4.84	4.68
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.25	5.38	5.44	4.83	5.18	5.14	5.49	5.60	5.49	5.49	5.25	5.09	4.94
EUR/PLN (koniec okresu)	4.64	4.45	4.35	4.35	4.34	4.32	4.32	4.32	4.27	4.31	4.30	4.28	4.28
USD/PLN (koniec okresu)	4.37	4.17	3.98	3.94	4.01	3.98	4.01	4.03	3.94	4.03	3.97	3.86	3.82
EUR/USD (koniec okresu)	1.06	1.06	1.09	1.11	1.08	1.08	1.08	1.07	1.09	1.07	1.08	1.11	1.12
<b>Wskaźniki fiskalne</b>													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	34.7	36.4	42.6	85.6	-13.7	7.8	24.5	39.9	53.1	69.9	82.8	88.7	107.3
Def. budżetowy skum. (% planu)*	51%	54%	63%	126%	-20%	12%	36%	59%	78%	103%	122%	130%	158%

# Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	809	912	985
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2127	2288	2338	2631	3067	3396	3610	3900
PKB per capita (USD)	15348	15528	15761	17990	18268	21487	24318	26343
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	4.9	5.0
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.9	4.4	-2.0	6.9	5.6	0.2	3.0	4.1
Inwestycje (% r/r)	12.6	6.2	-2.3	1.2	2.7	13.1	1.6	7.2
Konsumpcja (% r/r)	4.4	4.1	-1.5	5.8	4.3	-0.1	5.0	3.7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.4	3.5	-3.6	6.2	5.4	-1.0	3.9	3.8
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	3.8	6.0
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.6	3.9
Inflacja CPI (% średnia)	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	4.5
Płace nominalne (% r/r)	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.4
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	5.40	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.76	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	3.96	3.95
USD/PLN (Średnia)	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.96	3.96
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.30	4.32
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.28	4.29

# Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-13.4	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.3	-0.3	2.8	-1.5	-2.6	1.7	0.4	-0.2
Saldo handlu zagranicznego	-6.1	-5.5	9.2	-10.4	-26.9	7.3	1.7	-2.2
Eksport	254.0	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.3	427.1
Import	260.1	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.6	429.3
Saldo usług	25.9	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	48.5
Saldo dochodów pierwotnych	-22.6	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-44.5
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.5	-5.1	-5.4	-5.7
Saldo pierwotne sektora	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.0	-3.2	-3.2
Dług publiczny (Polska metodologia)	46.3	43.3	47.6	43.7	39.4	38.9	43.2	47.5

## Prognozy długoterminowe

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.9	5.6	0.2	3.0	4.1	3.5	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	5.1	14.3	11.5	3.6	4.5	3.1	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5.1	-2.6	1.7	0.4	-0.2	-0.1	-0.1
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	3.96	3.95	3.80	3.82
USD/PLN (Średnia)	3.01	4.45	4.20	3.96	3.96	3.83	3.81
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.69	4.35	4.30	4.32	4.33	4.34
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.69	4.54	4.28	4.29	4.32	4.34

# Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

Arkadiusz Trzciotek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

[arkadiusz.trzciotek@citi.com](mailto:arkadiusz.trzciotek@citi.com)

Aleksandra Siuzdak

Praktykantka

[aleksandra.siuzdak@citi.com](mailto:aleksandra.siuzdak@citi.com)

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[poland.research@citi.com](mailto: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