

CitiMonthly

Przeciąganie liny

Piotr Kalisz, CFA
Cezary Chrapek, CFA

Maj 2022

www.citihandlowy.pl
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

 **citi handlowy**[®]

Podsumowanie

- W tym miesiącu korygujemy krótkoterminowe prognozy PKB w górę. Jesteśmy też bardziej pesymistyczni, jeżeli chodzi o prognozy inflacji.
- Dotychczasowy konsensus prognoz wzrostu gospodarczego jest zapewne zbyt niski. Ze względu na bardzo silny wzrost w I kwartale i poluzowanie polityki fiskalnej, PKB w całym roku prawdopodobnie wzrośnie o około 5,5%. Jednocześnie wzrost w 2023 roku może być wyraźnie niższy niż dotychczas zakładano (nasza prognoza 1,7%).
- Pomimo niespotykanie silnego szoku energetycznego płace rosną szybciej od inflacji. Dane te nie są rozstrzygające, ale wzmacniają obawy dotyczące narastania spirali płacowo-cenowej. Oznacza to, że obniżenie inflacji może być trudniejsze i bardziej długotrwałe, niż wcześniej zakładano.
- W rezultacie nasze zaktualizowane prognozy inflacji zakładają wyższą inflację bazową i wydłużenie tarcz do końca 2023 r. Oznacza to, że inflacja może utrzymać się w pobliżu 9% nawet jeszcze w 2024 r.
- Przeciąganie liny między polityką pieniężną i fiskalną trwa w najlepsze. W maju rząd zapowiedział wprowadzenie wakacji kredytowych, co stanowiłoby – w pewnym zakresie – ekwiwalent istotnych obniżek stóp procentowych. O ile dotychczasowe podwyżki stóp oraz szok energetyczny mogą obniżyć konsumpcję o około 3,5%, działania po stronie rządowej dodają w sumie około 3%.
- Spodziewamy się, że do lipca stopa referencyjna NBP może wzrosnąć do 6,5%. Jeżeli RPP zakończy cykl podwyżek w III kw., stopy procentowe pozostaną na tym poziomie bardzo długo. Jest to naszym zdaniem na tym etapie plan minimum. Jeżeli natomiast dane z rynku pracy będą wciąż zaskakiwać, a wakacje kredytowe wejdą w dotychczas zapowiadanej postaci, RPP może ostatecznie podnieść stopy procentowe jeszcze bardziej (~8%).

Wzrost powyżej 5%



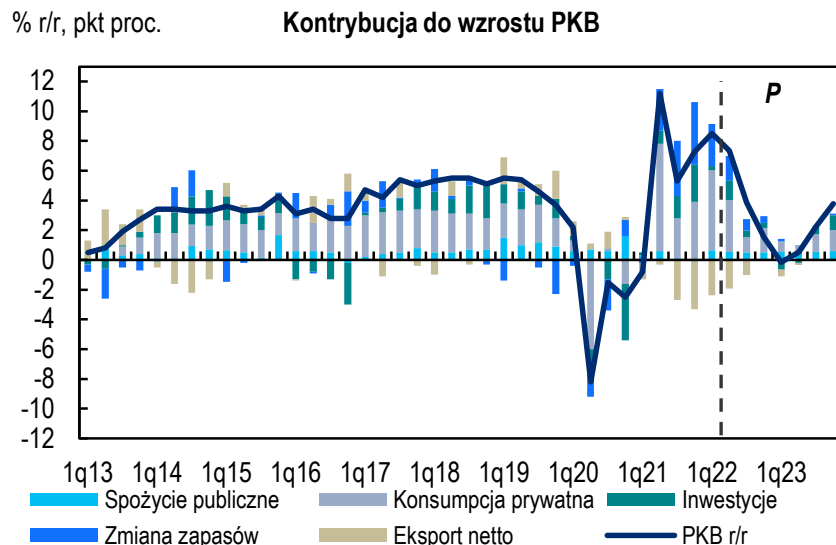
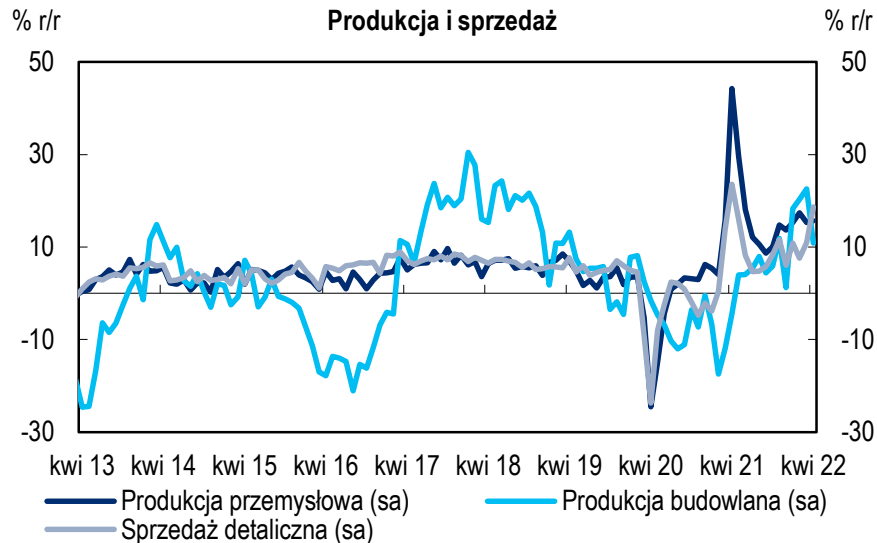
Ile wyniosłby wzrost PKB w całym 2022 roku w zależności od wyniku w kwartałach II-IV kw.

		Wzrost PKB kw/kw w II kwartale						
		-2.0	-1.5	-1.0	-0.5	0.0	0.5	1.0
Średni wzrost kw/kw w III i IV kw.	-2.0	2.5	2.9	3.3	3.7	4.1	4.4	4.8
	-1.5	2.9	3.3	3.7	4.1	4.5	4.8	5.2
	-1.0	3.3	3.7	4.1	4.5	4.8	5.2	5.6
	-0.5	3.7	4.1	4.5	4.9	5.2	5.6	6.0
	0.0	4.1	4.5	4.8	5.2	5.6	6.0	6.4
	0.5	4.4	4.8	5.2	5.6	6.0	6.4	6.8
	1.0	4.8	5.2	5.6	6.0	6.4	6.8	7.2

Bardzo silny początek roku

- Wstępne dane o PKB w I kwartale pokazują, że wzrost wyniósł 8,5% r/r, a więc osiągnął drugi najwyższy poziom w historii statystyk. W momencie przygotowywania tego raportu szczegółowe rozbieżności PKB nie było jeszcze dostępne, ale przypuszczamy, że wynik ten można przypisać konsumpcji związanej z napływem uchodźców z Ukrainy.
- Dane za I kw. pokazują, że dotychczasowy konsensus prognoz PKB na 2022 rok na poziomie 4% jest zdecydowanie za niski. Silny początek roku niemal gwarantuje wysoką dynamikę PKB w całym 2022 r., o ile w najbliższych kwartałach nie dojdzie do kompletnego załamania aktywności gospodarczej.
- Tabela obok pokazuje, ile mogłoby wynieść całoroczne tempo wzrostu gospodarczego, w zależności od tego jak ukształtuje się wzrost kw/kw w II kw. (górna część tabeli) i średnio w drugiej połowie roku (bok tabeli).
- Na przykład, aby wzrost PKB był na poziomie zbliżonym do konsensusu (4%), konieczna byłaby stagnacja w II kwartale, a w dwóch kolejnych kwartałach PKB musiałby spadać po 2% kw/kw.
- Scenariusz ten wydaje się wyjątkowo pesymistyczny. W świetle dostępnych danych można raczej spodziewać się, że w całym roku PKB wzrośnie o około 5,5%, a wyniki powyżej 6% nie są też zupełnie wykluczone.

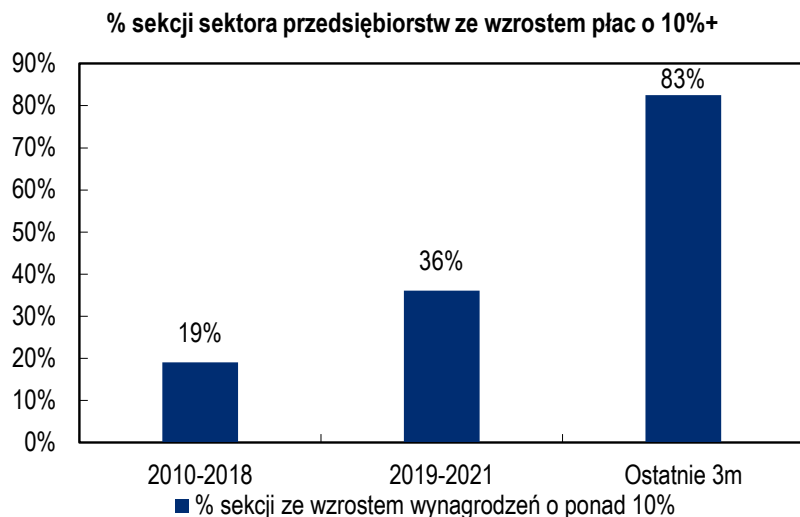
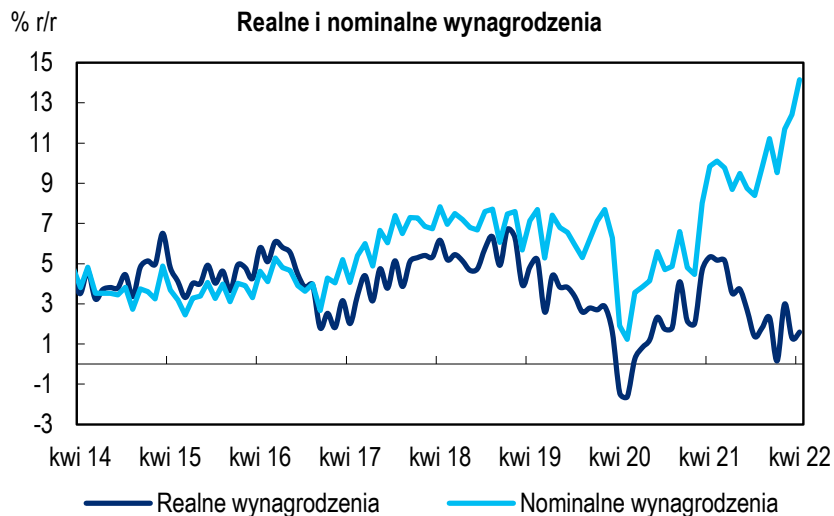
Spowolnienie na horyzoncie



Pierwsze oznaki słabości w kwietniu

- Biorąc pod uwagę dane z I kwartału spodziewamy się, że konsensus prognoz PKB wkrótce mocno wzrośnie. Nie zmienia to jednak faktu, że pojawiają się coraz liczniejsze sygnały przyszłego spowolnienia.
- Wskazuje na to choćby postępujące spowolnienie w Chinach oraz dotychczasowe i przewidywane podwyżki stóp procentowych w Polsce. Co bardziej istotne, dane miesięczne za kwiecień wydają się potwierdzać, że spowolnienie faktycznie już się rozpoczęło.
- Produkcja budowlana wyraźnie spadła w kwietniu w porównaniu z marcem (po wyeliminowaniu wahań sezonowych), a produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna były nieco niższe niż miesiąc wcześniej.
- Niewykluczone, że maj może przynieść ponowne wzrosty w tych kategoriach (na to liczymy), ale trudno sobie wyobrazić powrót do bardzo wyśrubowanych dynamik z pierwszych trzech miesięcy roku.
- Dane te utwierdzają nas w przekonaniu, że gospodarka wyraźnie spowolni w kolejnych kwartałach, ale w danych całorocznych uwidoczni się to dopiero w 2023 roku. Spodziewamy się wówczas wzrostu w granicach 1,5-2%.

Presja płacowa przybiera na sile



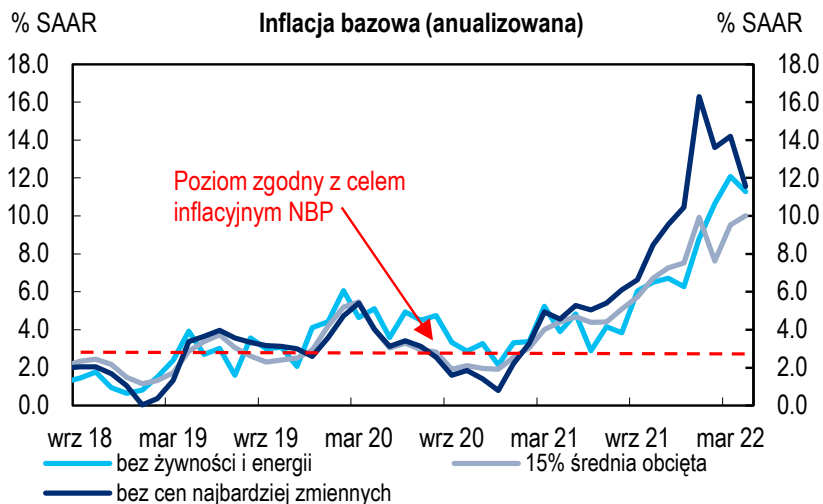
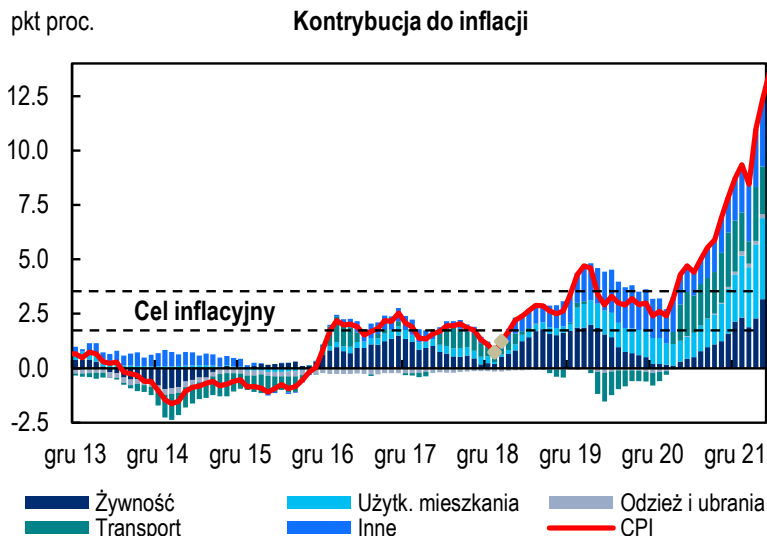
Płace realne w górę

- Silnemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy rozgrzany rynek pracy. Przeciętne wynagrodzenie w przedsiębiorstwach wzrosło w kwietniu o 14,1%, wciąż przekraczając tempo wzrostu cen.
- Płace realne co prawda wyhamowały pod koniec 2021 roku w reakcji na początkowy szok inflacyjny, ale od kilku miesięcy rosną w relatywnie szybkim tempie ~1,5% r/r. Tendencja ta pomaga w utrzymaniu wzrostu konsumpcji, ale jednocześnie wskazuje na to, że presja cenowa może być trudna do ograniczenia.
- Nasze obawy dotyczące nasilenia się spirali cenowo-płacowej stają się coraz bardziej uzasadnione. Przewidywana znaczna podwyżka płacy minimalnej (o 11,3% w styczniu i 4,5% w lipcu 2023 r.) raczej nie ułatwi ograniczenia presji płacowej w sektorze prywatnym.

Bezrobocie pozostaje bardzo niskie

- W kwietniu stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 5,2% i w najbliższych miesiącach czynniki sezonowe i mogą ją wciąż obniżać. Pod koniec roku możliwe są jednak jej ponowne wzrosty – prawdopodobnie w pobliżu 6%.
- W sytuacji narastającej presji płacowej droga do obniżenia inflacji może być trudniejsza i albo się ona wydłuży, albo będzie wymagała większego wzrostu bezrobocia niż dotychczas oczekiwano.

Inflacja nie odpuszcza



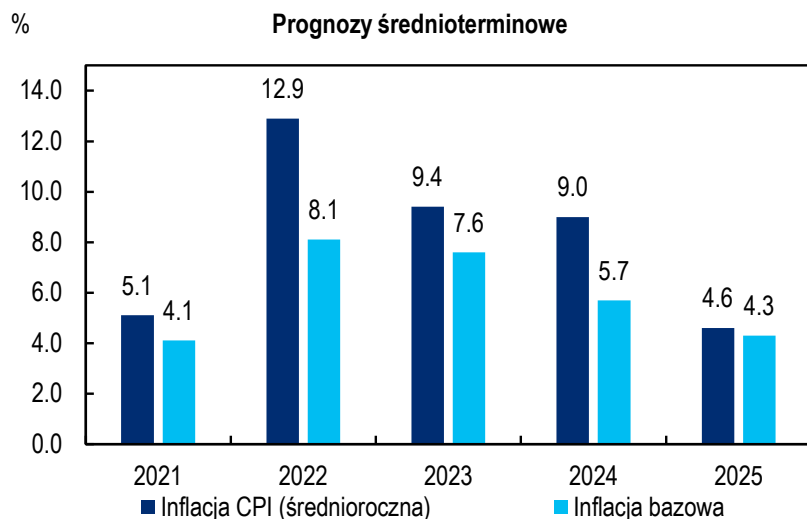
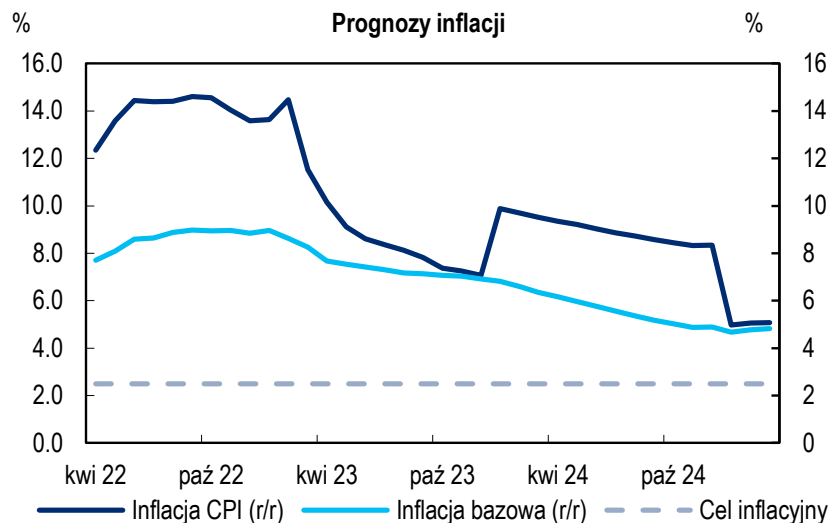
Silnie rozpędzona inflacja

- W kwietniu wskaźnik CPI wzrósł do 12,4% r/r, przy inflacji bazowej (inflacja po wyeliminowaniu cen żywności, paliw i energii) sięgającej 7,7% r/r.
- Nadzieje na to, że inflacja sama z siebie wygaśnie i powróci do akceptowalnych poziomów, wydają się płonne. Inflacja bazowa, która nie uwzględnia żywności, energii oraz paliw, rośnie od kilku miesięcy w tempie 1% m/m (po oczyszczeniu z sezonowości).
- Gdyby podobne tempo utrzymało się również w przyszłości oznaczałoby to stabilizację inflacji bazowej na poziomie około 12% r/r. Ponieważ wskaźnik ten nie uwzględnia energii, paliw i żywności, dane te jasno pokazują, że problem inflacyjny w Polsce istnieje nawet niezależnie od wybuchu wojny w Ukrainie

Prognozy inflacji bazowej w górę

- W tym miesiącu dokonaliśmy istotnej korekty naszych prognoz inflacyjnych, uwzględniając dwa czynniki.
- Po pierwsze, przyspieszenie płac, bardzo silny wzrost popytu konsumpcyjnego oraz perspektywa wakacji kredytowych sugerują, że ścieżka inflacji bazowej w kolejnych miesiącach będzie wyższa i będzie opadać wolniej, niż dotychczas oczekiwaliśmy.
- W szczycie inflacja bazowa zapewne sięgnie 9%, a średniorocznie w 2023 roku może wynieść ok. 7,5%.

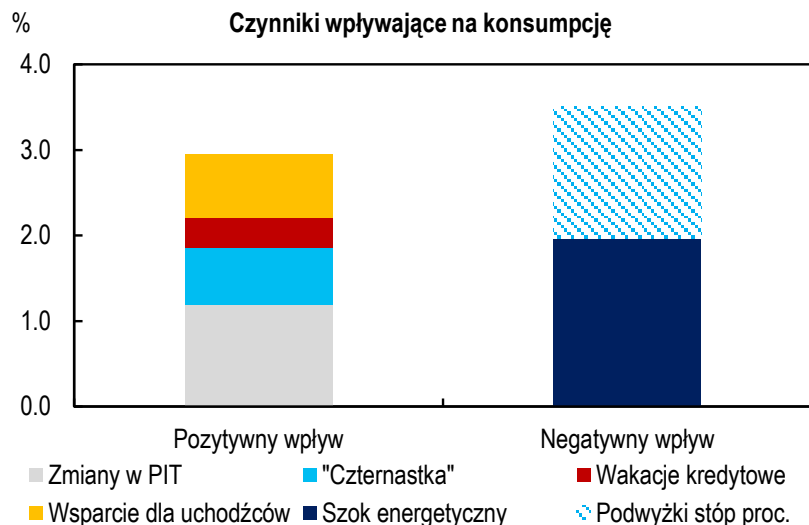
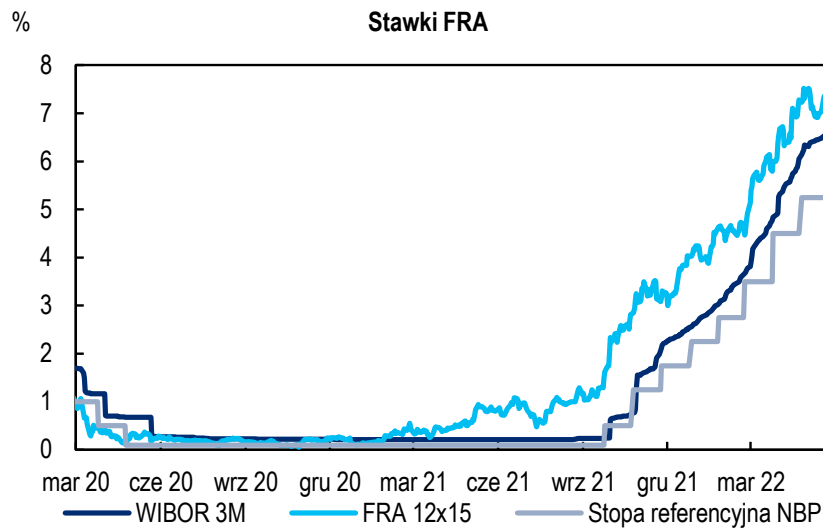
Długi powrót do celu



Trzy lata wysokiej inflacji

- Druga zmiana w naszych prognozach dotyczy terminu wygaśnięcia tarczy anty-inflacyjnej. Dotychczas zakładaliśmy, że będzie ona obowiązywać do końca bieżącego roku, a jej wygaśnięcie w styczniu 2023 ponownie popchnie inflację w górę. Ten scenariusz wydaje się jednak coraz mniej prawdopodobny.
- Liczne działania rządu mające na celu wsparcie konsumentów sugerują raczej, że tarcza pozostanie w użyciu znacznie dłużej (o ile sytuacja budżetowa na to pozwoli). W naszej obecnej prognozie zakładamy więc, że tarcza wygaśnie dopiero na początku 2024 r. Oczywiście możliwe jest jej częściowe wygasanie we wcześniejszym terminie, ale nie w pełnej skali.
- Wydłużenie tarcz ma istotne znaczenie dla ścieżki inflacji. Z jednej strony powinno ono kompensować wpływ wyższej inflacji bazowej w 2023 r. Z drugiej strony późniejsza podwyżka podatków pośrednich oznacza, że CPI pozostanie bardzo wysoka nie tylko w latach 2022-2023, lecz również w 2024 r.
- Nasza aktualna ścieżka CPI zakłada szczyt inflacji w okolicach 15% w czerwcu-październiku br. oraz jej stopniowy spadek w kolejnych miesiącach. Ze względu na późniejsze wygasanie tarcz średnioroczna inflacja może być wciąż bliska 9% nawet w 2024 r. Na zmianę tej ścieżki wpływ mogłaby mieć większa recesja w strefie euro lub większa skala podwyżek stóp przez RPP.

RPP dokręca śrubę



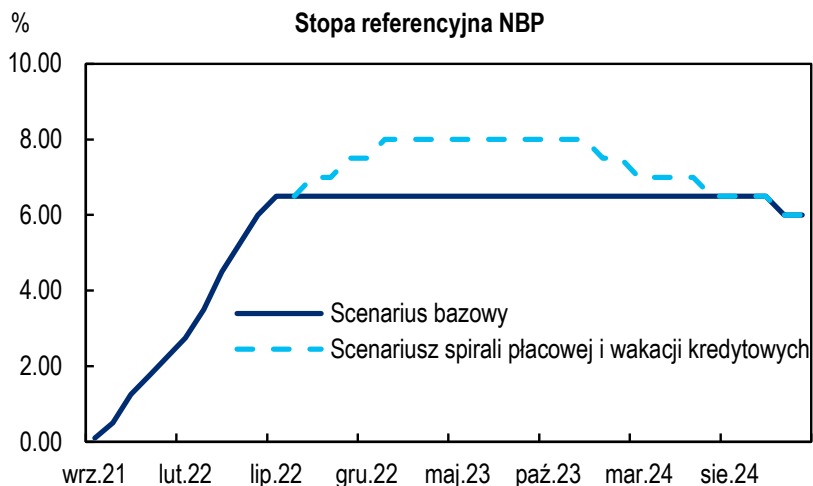
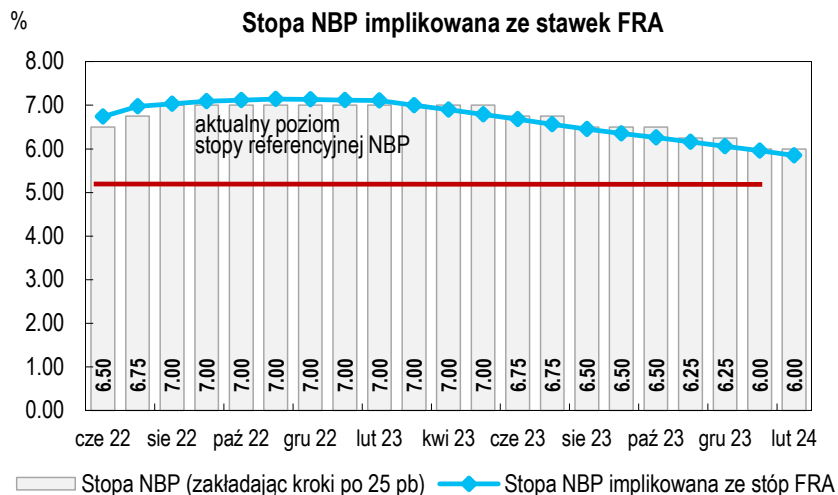
Przeciąganie liny między polityką fiskalną i pieniężną

- W maju RPP podniosła stopę referencyjną o 75 pb do poziomu 5,25%. Skala podwyżki była niższa od oczekiwań rynkowych, ale zarówno komunikat Rady, jak i wypowiedzi prezesa Głapińskiego sugerowały, że cykl podwyżek będzie kontynuowany.
- Pomimo dotychczasowych podwyżek stóp łącznie o ponad 500 pb obecny *policy-mix* jest wciąż zbyt luźny, aby obniżyć inflację do celu RPP w horyzoncie dwóch lat. Głównym powodem takiego stanu rzeczy jest poluzowanie polityki fiskalnej, które w dużym stopniu kompensuje wpływ działań RPP (wykres obok).
- Ponieważ na razie nie ma żadnego sygnału o zacieśnieniu polityki fiskalnej, a konstytucyjnym celem RPP jest obniżenie inflacji, Radzie nie pozostaje nic innego jak podnosić stopy procentowe.

Najpierw 6,5%, potem możliwa przerwa

- Spodziewamy się, że do lipca stopa referencyjna wzrośnie przynajmniej do 6,5%. W lipcu RPP otrzyma nową projekcję i biorąc pod uwagę mechanikę modelu oraz dotychczasową skalę podwyżek, spodziewamy się, że projekcja pokaże wyraźny spadek inflacji w ciągu najbliższych dwóch lat oraz głębokie spowolnienie gospodarcze w 2023 r.
- Nowa projekcja może dać RPP pretekst do tego, aby wstrzymać się przynajmniej na chwilę z podwyżkami.

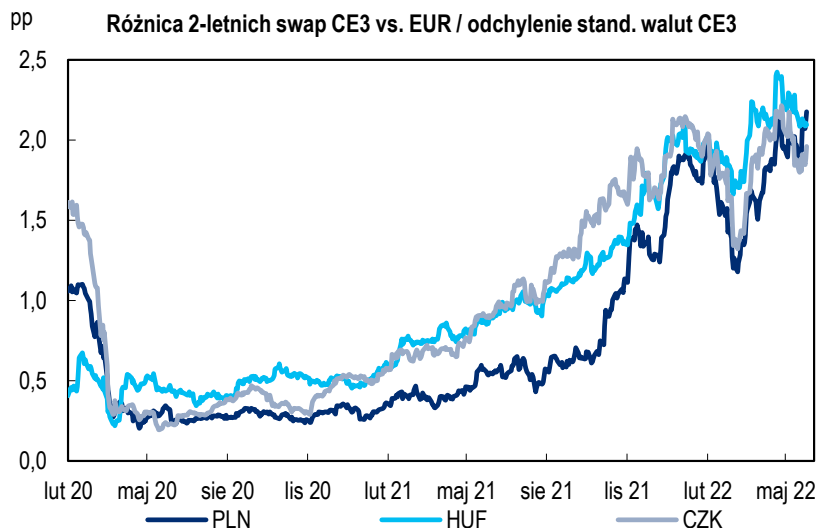
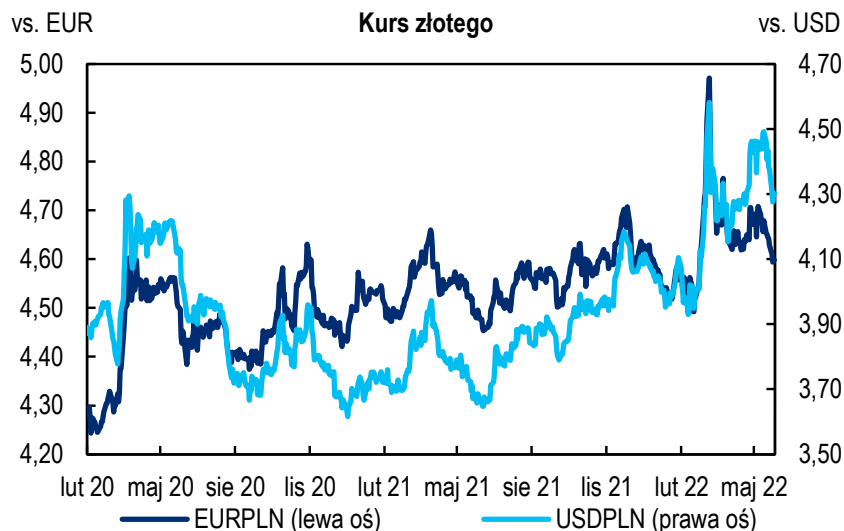
Stopa na 8% niewykluczona



Przybywa argumentów za podwyżkami

- W sprzyjających okolicznościach cykl podwyżek mógłby rzeczywiście zakończyć się na poziomie 6,5%. Aby do tego doszło RPP musiałaby w III kw. widzieć sygnały świadczące o hamowaniu dynamiki płac.
- Co więcej, jeżeli RPP zdecyduje się zakończyć cykl podwyżek stóp w III kwartale, najprawdopodobniej będzie to oznaczać, że ten relatywnie niższy poziom stóp będzie utrzymywany znacznie dłużej.
- Biorąc pod uwagę, że nasz nowy scenariusz inflacyjny zakłada CPI zbliżone do 9% również w 2024, trudno liczyć na obniżki stóp wcześniej niż pod koniec 2024 r.
- W ostatnich tygodniach wzrosło ryzyko, że cykl podwyżek skończy się jednak wyżej niż 6,5%. Po pierwsze najnowsze dane sugerują, że presja płacowa jest silniejsza niż wcześniej zakładano. Po drugie, wakacje kredytowe stworzą w budżetach gospodarstw domowych przestrzeń do większej konsumpcji. Według naszych szacunków, jeśli połowa uprawnionych skorzysta z wakacji kredytowych, będzie to ekwiwalentem obniżki stóp o ~150pb.
- Z tego względu, jeżeli publikowane w czerwcu i III kw. dane o płacach potwierdzą dotychczasowe trendy, a wakacje kredytowe wejdą w obecnej (dostępnej dla każdego) formie, RPP zapewne będzie zmuszona podnieść stopy procentowe w większej skali niż zakładamy – prawdopodobnie w okolicy 8%.

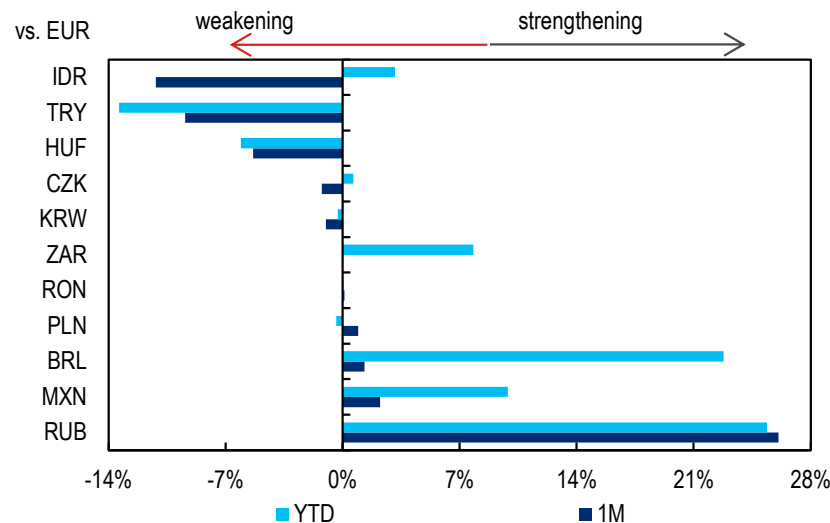
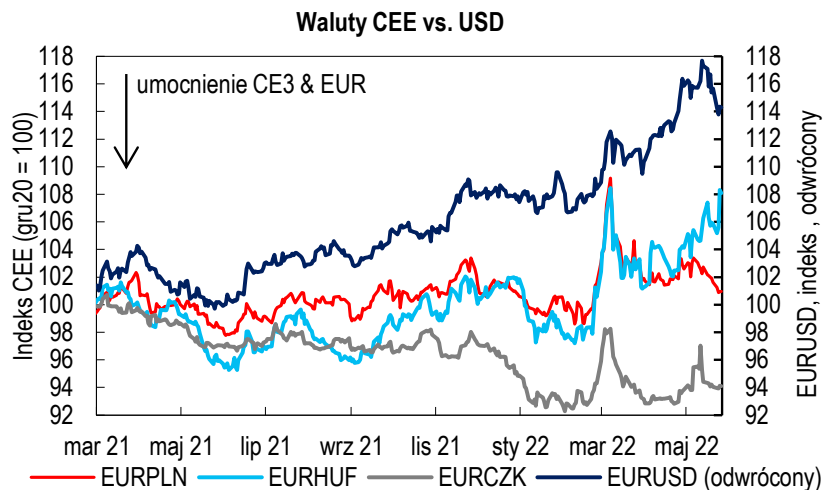
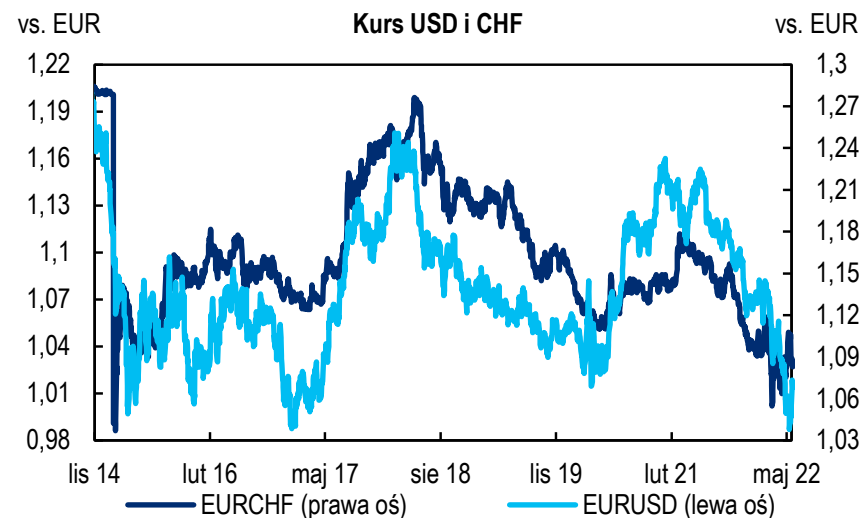
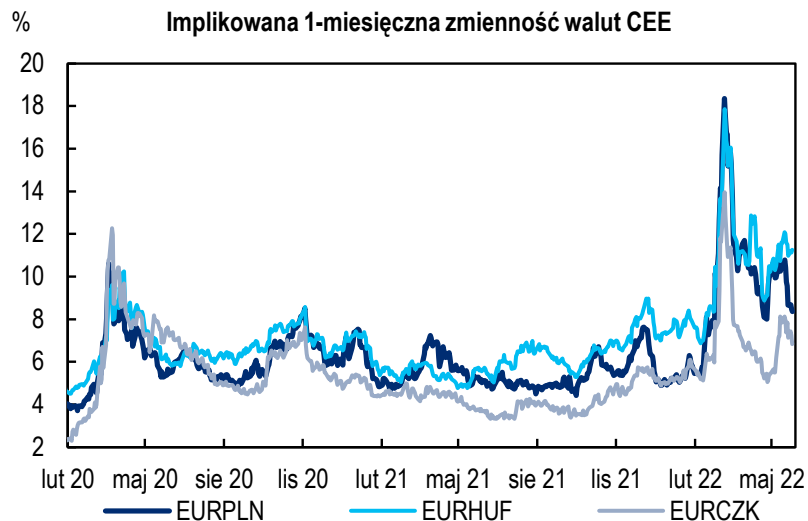
Rynek walutowy



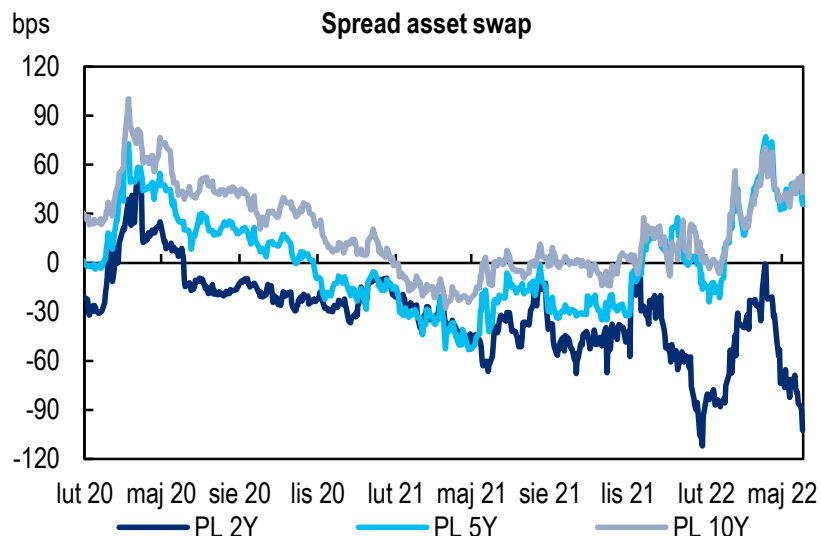
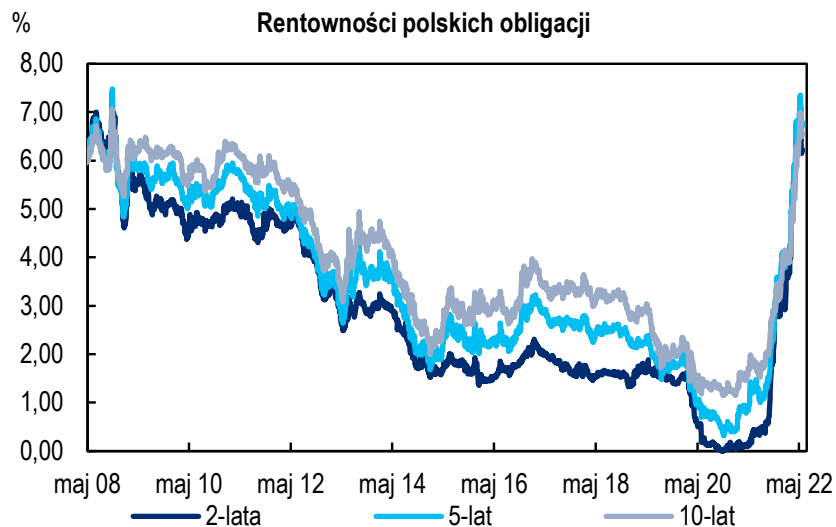
Złoty mocniejszy przejściowo?

- W ostatnim miesiącu doszło do umocnienia złotego wobec euro (ok. 2,4%) oraz dolara (ok. 2,9%). Złoty był także najlepiej zachowującą się walutą regionu, przy osłabieniu czeskiej korony i forinta.
- Korzystnie na złotego oddziaływał rosnący dysparytet stóp wobec euro oraz relatywnie największy w regionie spadek zmienności złotego. Pozytywny wpływ na krajową walutę miały także rosnące oczekiwania na porozumienie z UE w sprawie uruchomienia środków z Krajowego Planu Odbudowy.
- Od dłuższego czasu negatywnie na waluty regionu wpływało umocnienie dolara na światowych rynkach, w tym wobec euro. Spadkowy trend EURUSD odwrócił się w połowie maja, jednak bazowy scenariusz Citi przewiduje umocnienie dolara w kierunku parytetu wobec euro w najbliższych miesiącach w związku z znacznie szybszym wzrostem w USA oraz większą skalą zacieśnienia polityki pieniężnej.
- W perspektywie roku w kierunku słabszego złotego będzie oddziaływać stopniowe rozszerzanie deficytu obrotów bieżących, wzrost deficytu fiskalnego oraz znacznie wyższa inflacja niż w strefie euro.

Rynek walutowy



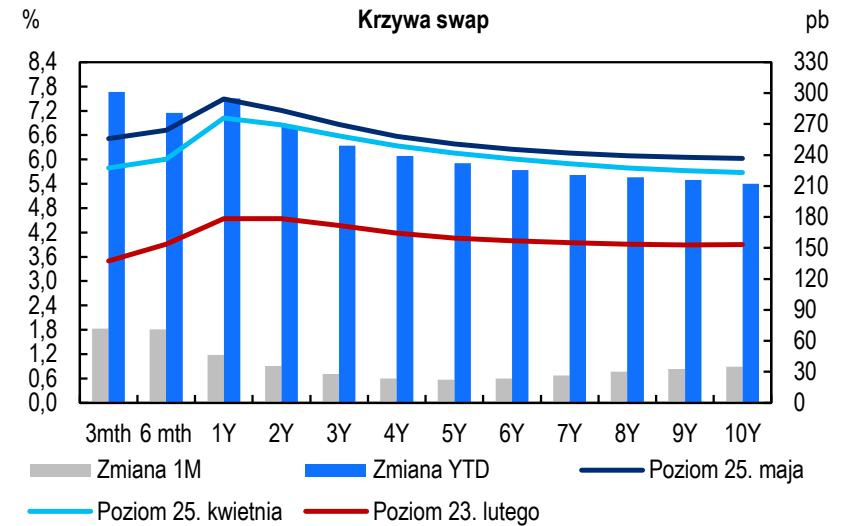
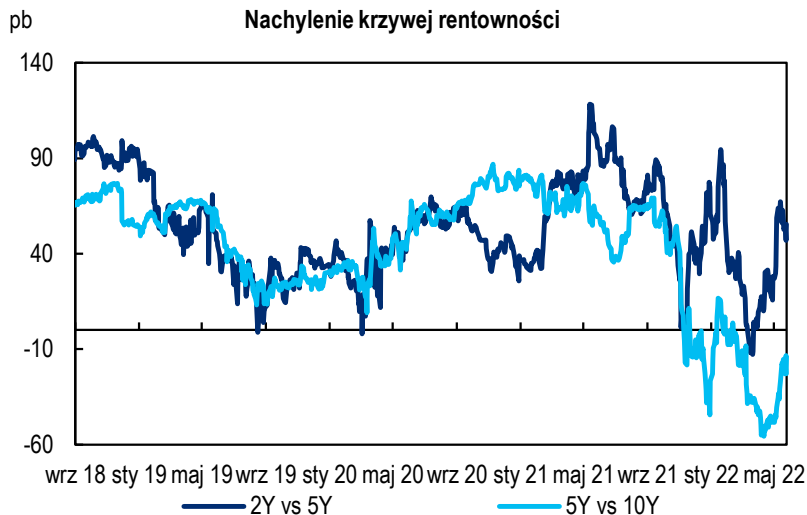
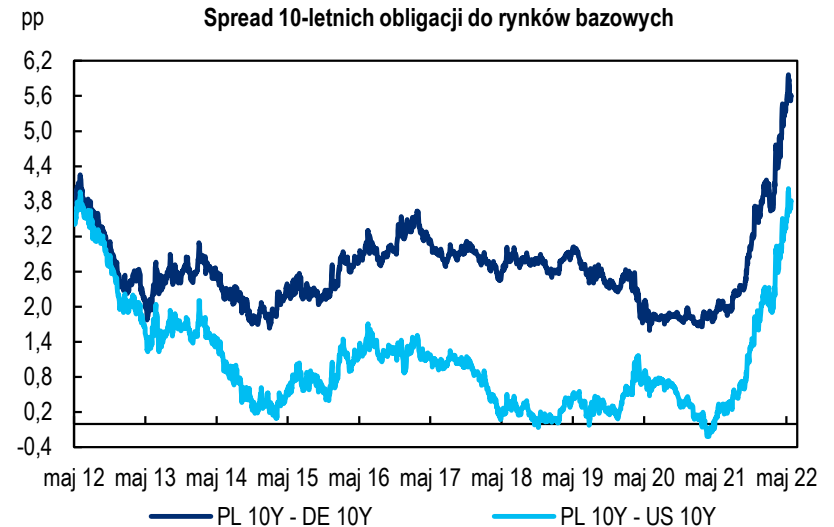
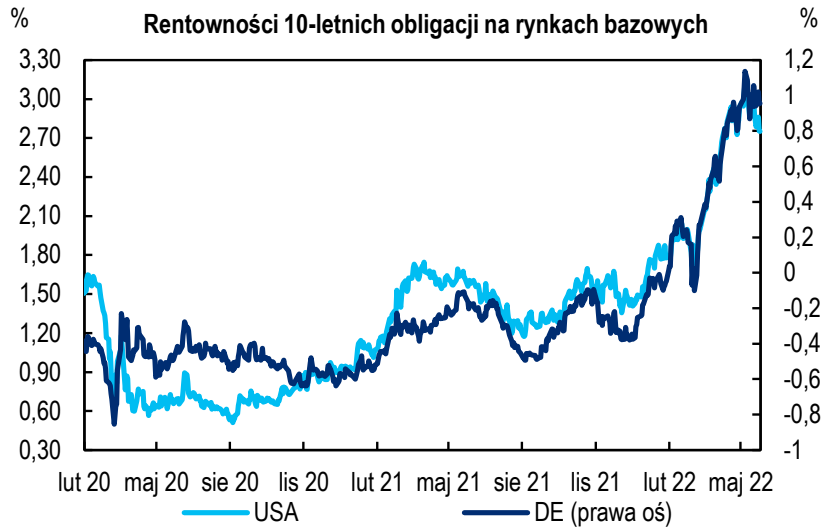
Rynek stopy procentowej



Rentowności coraz wyżej

- Ostatnie tygodnie upłynęły pod znakiem dalszego wzrostu stóp swap oraz wystromienia krzywej rentowności obligacji skarbowych. W kierunku wyższych stóp swap oddziaływała wyższa od prognoz inflacja, jastrzębie stanowisko RPP oraz rosnące stopy rynkowe na rynkach bazowych.
- Od połowy maja doszło do odwrócenia wzrostowej tendencji na rynku stóp. Mogły temu sprzyjać analogiczne trendy na rynkach bazowych, ale również mniejsza od oczekiwań podwyżka stóp oraz komentarze członków RPP, które sygnalizowały, że Rada może nie mieć apetytu na znacznie większe podwyżki.
- Wobec zapowiedzi łagodzenia polityki fiskalnej oraz być może zbyt małej skali podwyżek niż wymagana, by ograniczać inflację, doszło do wzrostu spreadu kredytowego na dłuższym końcu krzywej.
- W związku z tym, że Rada może nie być skłonna do tak szybkich podwyżek, jak wyceniał to rynek, a rząd może decydować się na kolejne decyzje łagodzące politykę fiskalną, niewykluczone jest dalsze wystromienie krzywej dochodowości i wzrosty spreadu asset swap dla obligacji długoterminowych.
- Choć wyniki budżetu są stosunkowo dobre po kwietniu, to w kolejnych miesiącach deficyt może rosnąć, a nowelizacja budżetu może zwiększyć potrzeby emisyjne MF.

Rynek stopy procentowej



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2021							2022					
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV
Strefa realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	44,2	29,7	18,1	9,5	13,0	8,7	7,6	14,8	16,7	18,0	17,6	17,3	13,0
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-9,4	-0,9	3,8	-4,2	-2,7	10,9	2,1	4,9	-3,2	-4,0	3,6	18,2	-11,3
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	50,2	32,2	19,2	9,4	13,1	7,8	5,2	12,7	13,7	15,5	15,9	12,4	11,7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-4,2	4,7	4,5	3,2	10,2	4,2	4,1	12,7	3,1	20,8	21,2	27,6	9,3
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	21,1	13,9	8,6	3,9	5,4	5,1	6,9	12,1	8,0	10,6	8,1	9,6	19,0
Stopa bezrobocia (%)	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,5	5,4	5,2
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0,9	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4
Inflacja (% m/m)	0,8	0,3	0,1	0,4	0,3	0,7	1,1	1,0	0,9	1,9	-0,3	3,3	2,0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	5,5	6,6	7,2	8,4	9,6	10,3	12,0	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	23,3
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,7	0,9	0,9	1,5	0,7	0,9	2,0	1,4	1,0	2,4	1,1	6,6	1,9
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	9,9	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	1.282	491	-464	-1.017	-527	-1.817	-1.166	-1.077	-2.491	-638	-2.663	-2.972	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	2,8	2,7	2,0	1,7	1,4	0,9	0,4	-0,1	-0,6	-1,2	-1,7	-2,2	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	1211	653	321	-545	-712	-915	-1099	-1217	-1004	-1669	-1559	-3253	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	24882	22241	22324	21690	22607	23930	25517	25327	25566	25166	25141	25831	-
Eksport (% r/r)	78,9	38,3	15,8	9,2	23,9	9,4	8,9	7,4	26,6	20,0	9,8	23,1	-
Import f.o.b. (mln EUR)	23671	21588	22003	22235	23319	24845	26616	26544	26570	26835	26700	29084	-
Import (% r/r)	69,6	46,4	29,2	16,3	33,6	22,4	24,2	24,3	35,5	37,4	20,2	49,0	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2021					2022							
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	11,2	9,0	7,4	8,8	9,1	8,6	8,6	10,1	8,9	7,7	8,0	7,9	8,2
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9,4	6,9	6,4	6,7	7,0	6,9	6,8	8,0	7,1	6,5	4,7	2,2	2,5
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	15,2	10,6	4,8	7,6	7,9	6,9	7,8	11,1	10,3	7,6	7,9	7,3	8,8
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	1,4	2,4	2,9	4,0	4,2	4,3	4,4	5,5	4,8	4,7	5,0	3,9	3,5
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-7,5	-5,2	-4,7	-1,9	-1,5	-0,2	0,9	1,5	4,2	3,9	7,3	8,7	12,2
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	4,50
WIBOR 3M (średnio)	0,21	0,21	0,21	0,21	0,22	0,23	0,49	1,40	2,34	2,79	3,33	4,27	5,41
WIBOR 3M (koniec okresu)	0,21	0,21	0,21	0,21	0,23	0,23	0,74	2,06	2,54	3,02	3,65	4,77	6,05
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	-0,01	0,09	0,08	0,02	0,01	0,16	1,54	2,10	3,47	3,60	3,72	5,07	6,17
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	0,11	0,31	0,39	0,45	0,49	0,82	2,07	2,84	3,35	3,70	4,08	5,59	6,58
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	0,95	1,28	1,28	1,08	1,20	1,57	2,41	3,20	3,99	4,12	4,30	5,66	6,86
EUR/PLN (koniec okresu)	4,57	4,48	4,52	4,57	4,54	4,63	4,62	4,68	4,60	4,60	4,69	4,65	4,66
USD/PLN (koniec okresu)	3,77	3,67	3,80	3,84	3,84	3,99	3,97	4,12	4,06	4,11	4,20	4,18	4,41
EUR/USD (koniec okresu)	1,21	1,22	1,19	1,19	1,18	1,16	1,16	1,14	1,13	1,12	1,12	1,11	1,06
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-9,2	-9,4	-28,0	-35,3	-43,4	-47,6	-51,9	-50,4	26,3	-22,3	-11,3	0,3	-9,2
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-8,4%	-8,6%	-25,6%	-32,3%	-39,7%	-43,5%	-47,5%	-46,1%	24,1%	-74,6%	-37,7%	0,9%	-30,8%

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, NBP, Citi Handlowy

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	472	528	588	597	598	675	675	757
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3.060	3.367
PKB per capita (USD)	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.711	19.892
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	8,2	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,8	6,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,7	5,4	1,7
Inwestycje (% r/r)	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	7,9	3,3	0,8
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	4,8	4,3	1,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	4,7	1,6
Eksport (% r/r)	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	12,0	2,4	5,0
Import (% r/r)	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	17,4	3,4	5,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	13,4	7,1
Inflacja CPI (% średnia)	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	12,9	9,4
Place nominalne (% r/r)	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,6	12,9	9,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	7,0	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,50	6,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	6,72	6,69
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,60	6,30
USD/PLN (Koniec okresu)	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,59	4,24
USD/PLN (Średnia)	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,47	4,43
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,68	4,58
EUR/PLN (Średnia)	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,67	4,62

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-4,2	-19,5	-19,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-2,9	-2,6
Saldo handlu zagranicznego	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-15,1	-15,1
Eksport	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	331,8	362,3
Import	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	346,9	377,4
Saldo usług	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	28,0	30,3
Saldo dochodów	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-28,3	-30,1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-1,9	-3,6	-6,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-0,8	-2,2	-4,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	41,4	37,8	38,7

Prognozy długoterminowe

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,7	5,4	1,7	3,6	3,5	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	5,1	12,9	9,4	9,0	4,5	3,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-2,9	-2,6	-1,9	-1,7	-1,4
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,75	6,50	6,50	6,00	5,00	4,00
USD/PLN (Koniec okresu)	4,06	4,59	4,24	3,88	3,65	3,45
USD/PLN (Średnia)	3,86	4,47	4,43	4,05	3,76	3,53
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,60	4,68	4,58	4,46	4,45	4,41
EUR/PLN (Średnia)	4,57	4,67	4,62	4,51	4,46	4,43



Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@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.