

Piotr Kalisz, CFA
Cezary Chrapek, CFA
Maciej Bącal
Październik, 2022

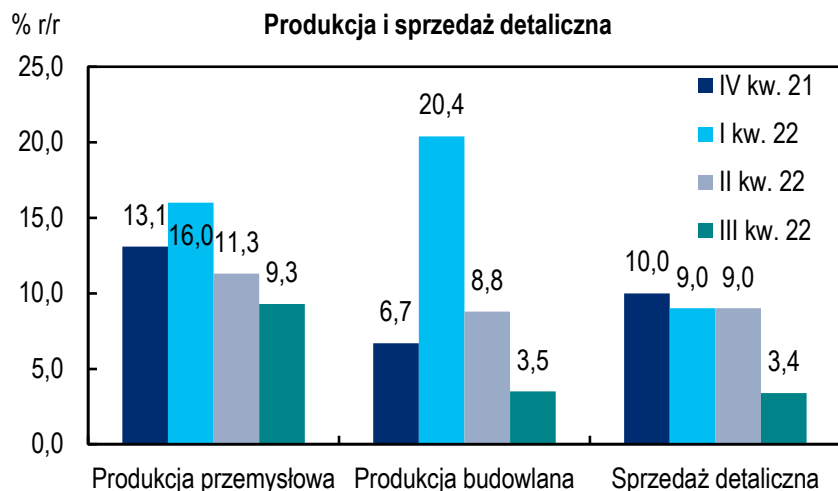
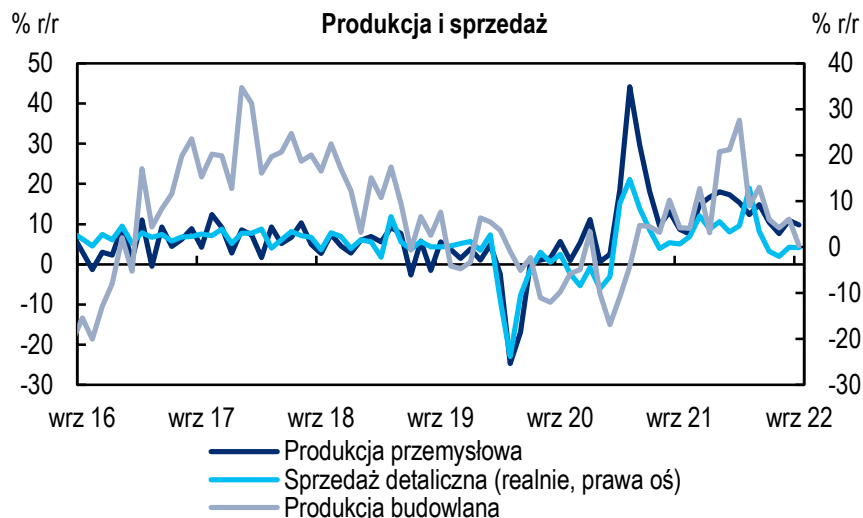
CitiMonthly

Z gazem, ale bez funduszy?

Podsumowanie

- Ostatni miesiąc w polskiej gospodarce trudno jednoznacznie opisać.
- Z jednej strony dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej okazały się ponownie całkiem niezłe, a ceny gazu na rynkach światowych znacznie spadły. Daje to polskiej gospodarce realną szansę na uniknięcie technicznej recesji, choć nie zmienia wiele w scenariuszu wyraźnego spowolnienia.
- Z drugiej strony pojawiają się informacje o możliwej utracie dostępu do funduszy strukturalnych z perspektywy finansowej 2021-2027. Dotychczas zagrożone wydawały się głównie środki z KPO, ale nowe doniesienia sugerują, że pula wstrzymywanych środków może być większa. Utrata funduszy zwiększyłaby znaczenie kapitału krótkoterminowego w finansowaniu rosnącego deficytu w rachunku obrotów bieżących, prowadząc do większej podatności złotego na zmiany awersji do ryzyka.
- Inflacja przekroczyła we wrześniu 17%, a podwyżkom cen energii towarzyszy dalszy silny wzrost inflacji bazowej. Podwyżki cen zazwyczaj wykazują się wyjątkową uporczywością, co będzie komplikować wysiłki banku centralnego nakierowane na obniżkę CPI w pobliże celu.
- RPP nie pozostawia wątpliwości, że chce zakończyć cykl podwyżek stóp procentowych. Z drugiej strony wyprzedaż na rynku obligacji oraz perspektywa wysokiej inflacji przemawiają za większą ostrożnością. Z punktu widzenia przyszłych decyzji RPP kluczowa będzie listopadowa publikacja projekcji inflacyjnej banku centralnego.

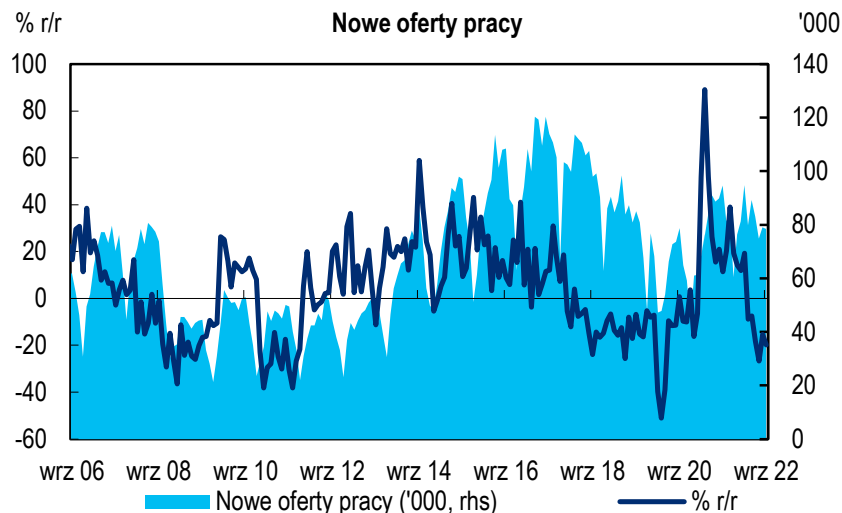
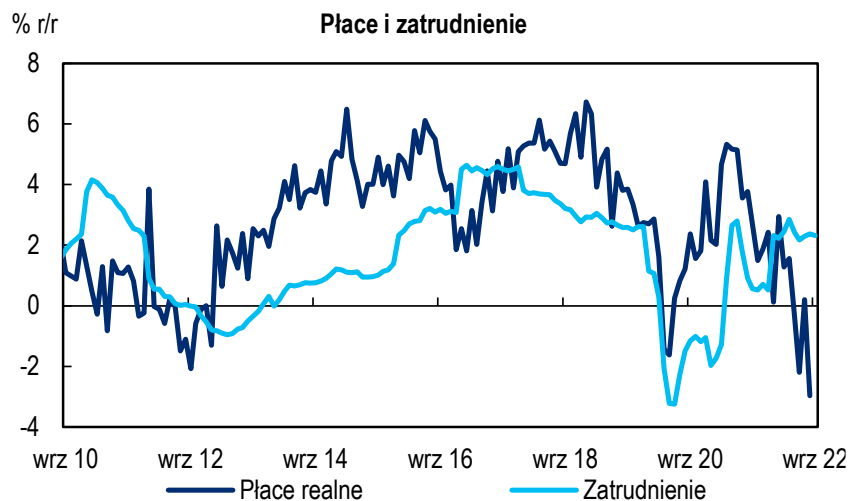
Wolniejsze hamowanie



W III kwartale gospodarka może uniknąć recesji

- Najnowsze dane wskazują na łagodniejsze hamowanie polskiej gospodarki w porównaniu z poprzednim kwartałem. Produkcja przemysłowa zwolniła we wrześniu w mniejszej skali niż oczekiwano (do 9,8% r/r, wobec 10,9% r/r w sierpniu), a szczególnie dobrze radziła sobie branża motoryzacyjna.
- Z kolei sprzedaż detaliczna wzrosła we wrześniu o 4,1% r/r, a jej struktura wskazuje na kontynuację trendu z poprzednich miesięcy – rośnie sprzedaż dóbr podstawowych kosztem spadku popytu na dobra trwałe.
- Nieoczekiwanie, większe spowolnienie zostało odnotowane w produkcji budowlanej, która wyhamowała do 0,3% r/r z 6,1% r/r, głównie za sprawą spadku dynamiki wznoszenia budynków. Mniejsza skłonność do inwestycji oraz spadek popytu na kredyty hipoteczne, przy jednoczesnym braku środków z KPO, zwiastują dalsze pogarszanie się perspektyw dla sektora budowlanego i inwestycji.
- W sumie relatywnie dobry zestaw danych za wrzesień pozwala sądzić, że PKB w III kw. nie zmienił się istotnie wobec kwartału wcześniejszego i ze sporym prawdopodobieństwem polskiej gospodarce udało się uniknąć technicznej recesji. Nasza prognoza na 2022r. zakłada wzrost gospodarczy na poziomie bliskim 4%, natomiast w 2023 r. spodziewamy się spowolnienia do ok. 0,5%.

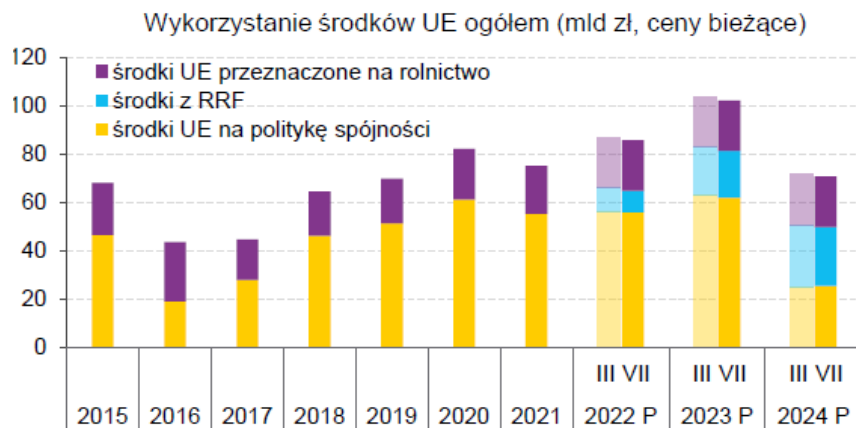
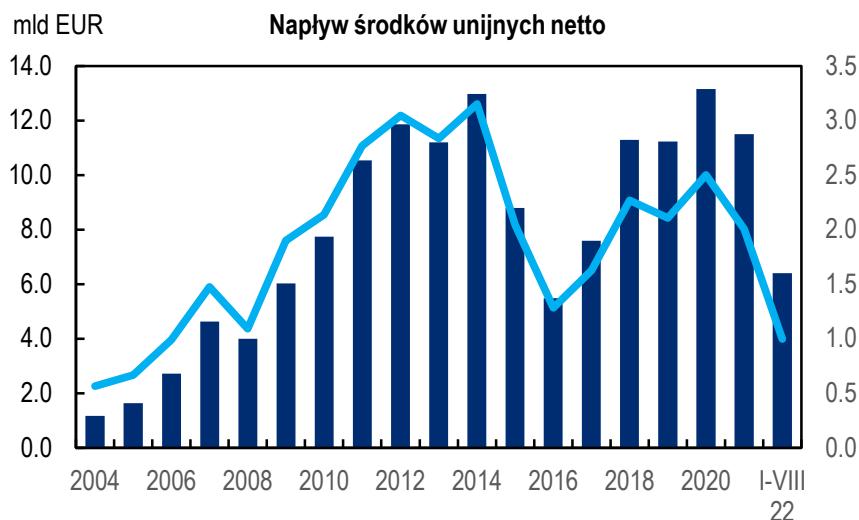
Rynek pracy



Stopniowe schładzanie się rynku pracy

- We wrześniu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 14,5% r/r, przy czym dynamika płac kolejny miesiąc z rzędu była niższa od inflacji. Choć wzrosty były w głównej mierze spowodowane podwyżkami w trzech branżach (górnictwie, energetyce oraz transporcie i gospodarce magazynowej), to jednak w wielu pozostałych sektorach roczne tempo wzrostu wciąż pozostaje dwucyfrowe.
- GUS wśród przyczyn wzrostu wynagrodzeń wskazuje również na wypłaty tzw. premii inflacyjnych. Choć na ten moment ciężko szacować skalę tego zjawiska, to raport NBP o sytuacji przedsiębiorstw wskazuje, że co dziesiąta firma stosuje indeksację płac.
- Za jedną z pierwszych oznak spowolnienia rynku pracy należy uznać spadek nowych ofert pracy ok. -20% r/r i obniżenie się dynamiki zatrudnienia we wrześniu do 2,3% r/r, przy spadku liczby etatów w gospodarce w ciągu miesiąca o 9 tys., co jest relatywnie sporą zmianą jak na tę porę roku.
- Spodziewamy się, że IV kwartał 2022 roku przyniesie stopniowe schładzanie rynku pracy. Jednocześnie uważamy, że ze względu na niskie bezrobocie (5,1% we wrześniu), siła oddziaływania rynku pracy na ograniczenie inflacji pozostanie - przynajmniej przez jakiś czas - niewielka.

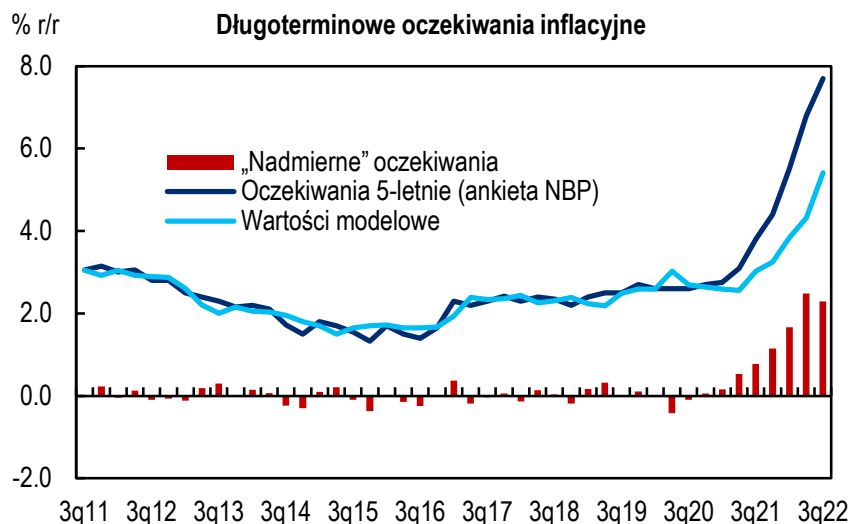
Fundusze UE



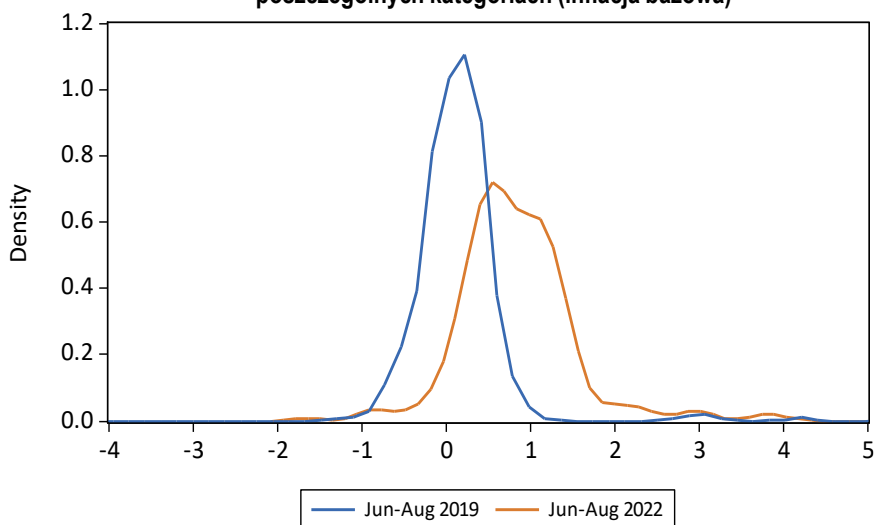
Groźba na horyzoncie

- Tematem, który zdominował dyskusje ekonomiczne w październiku były informacje o grożącym Polsce wstrzymaniu dostępu do środków unijnych. O ile dotychczas zagrożone były wyłącznie środki z popandemicznego Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększenia Odporności (RRF) w kwocie 25 mld euro, teraz utrata miałaby dotyczyć funduszy spójności (75 mld euro).
- Na tym etapie nie jest jasne, czy rzeczywiście dojdzie do wstrzymania funduszy UE dla Polski i jakiej części „budżetu” miałyby to dotyczyć. Niemniej taka decyzja miałaby potencjalnie negatywny wpływ na gospodarkę.
- Po pierwsze, oznaczałaby ona ryzyko mniejszych inwestycji infrastrukturalnych w 2023 roku, dodatkowo pogłębiając skalę spadku popytu inwestycyjnego.
- Po drugie, nawet gdyby inwestycje częściowo były finansowane funduszami krajowymi a nie unijnymi, wiązałoby się to z wzrostem potrzeb pożyczkowych, przy jednoczesnym ograniczonym finansowaniu z zagranicy. Mogłoby to dodatkowo zwiększyć presję na koszty obsługi długu.
- Wreszcie po trzecie, bez funduszy UE rezerwy walutowe rosłyby w wolniejszym tempie, a finansowanie deficytu w rachunku bieżącym byłoby uzależnione od kapitału krótkoterminowego.

Inflacja powyżej 17%



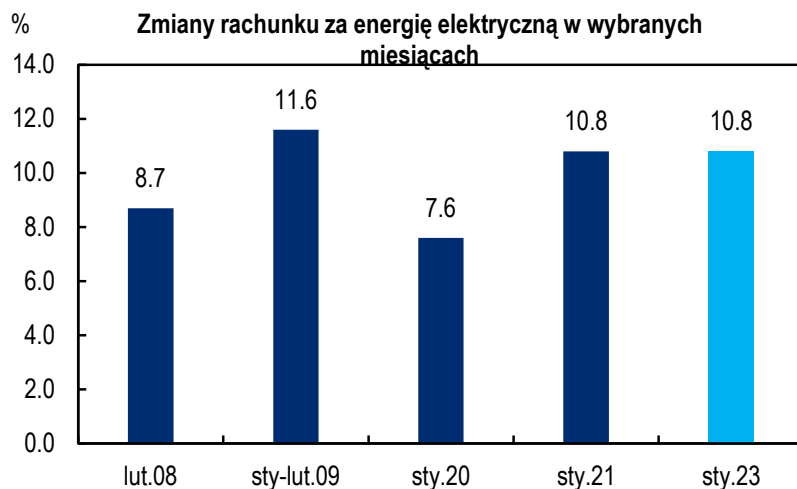
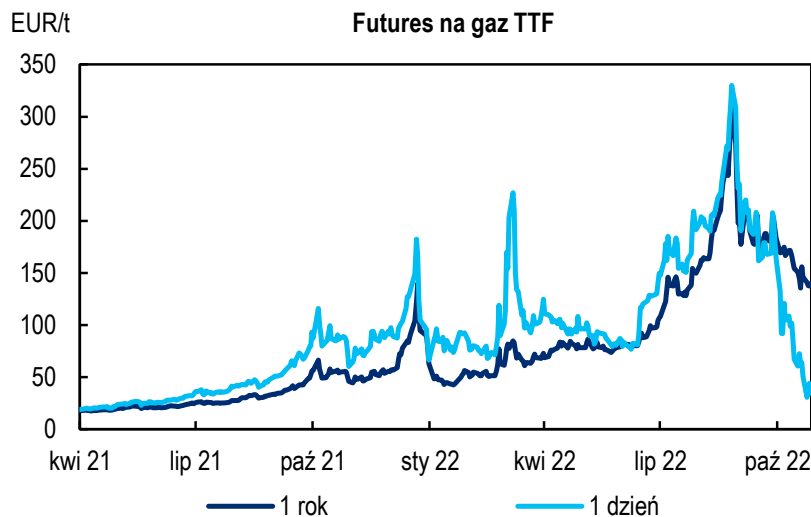
Rozkład statystyczny miesięcznych podwyżek cen w poszczególnych kategoriach (inflacja bazowa)



Kolejny miesiąc, kolejna niespodzianka

- We wrześniu inflacja wzrosła do 17,2% r/r, po raz kolejny przekraczając rynkowe oczekiwania. Bardzo silne wzrosty odnotowano w przypadku opału oraz ciepła, co najprawdopodobniej odzwierciedla wpływ notowanego w ostatnich miesiącach wzrostu cen węgla.
- Co istotniejsze, utrzymały się silne podwyżki cen w kategoriach innych niż energia, paliwa i żywność. Tak mierzona inflacja bazowa nie pokazuje na razie przekonujących oznak wyhamowania.
- W porównaniu z poprzednimi latami struktura podwyżek cen wyraźnie się zmienia (wykres obok). Jeszcze dwa lata temu większość podwyżek miesięcznych była skoncentrowana w wąskim przedziale nieznacznie przekraczającym zero. W ostatnich miesiącach podwyżki były już średnio znacznie wyższe, koncentrując się w pobliżu 1%, a dodatkowo relatywnie często notowano znacznie wyższe wzrosty.
- Przesunięcie rozkładu podwyżek w prawo i zmiana jego kształtu sugeruje, że szok energetyczny stopniowo przetacza się przez gospodarkę, znajdując odzwierciedlenie w inflacji bazowej. Efekty drugiej rundy stały się faktem, a dynamika zmian cen sugeruje, że dotychczasowe szoki nie zostały jeszcze w pełni odzwierciedlone w cenach.

Taniejąca energia

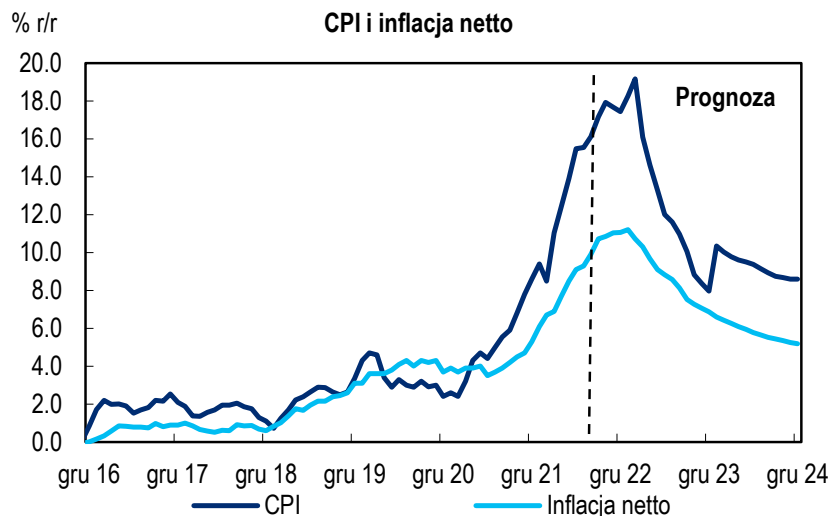
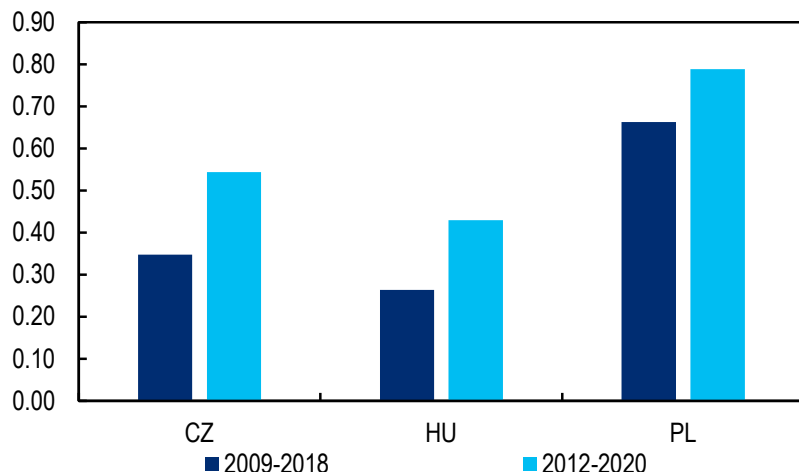


Bardzo umiarkowane podwyżki cen prądu

- W związku z wysokim stanem zapełnienia magazynów gazu oraz relatywnie wysokimi temperaturami w Europie, w ciągu ostatniego miesiąca odnotowano znaczne spadki cen gazu w dostawach krótkoterminowych. Ceny w dłuższym horyzoncie pozostają jednak wciąż wysokie, co odzwierciedla fakt, że po zimie kraje UE staną ponownie przed koniecznością zapełnienia magazynów.
- Spadki cen gazu zmniejszają ryzyko bardzo głębokiej recesji w UE, jednak ich wpływ na inflację w Polsce jest mniej jednoznaczny. Wpływ na CPI będzie bowiem uzależniony od tego na jakim poziomie zostaną ustalone taryfy URE i w jakiej skali rząd podejmie działania mające na celu ograniczanie skali podwyżek. Większą jasność na ten temat będziemy mieli dopiero w ostatnich tygodniach roku.
- Ogłoszone dotychczas działania wprowadzające limity dla podwyżek cen prądu mogą ograniczyć skalę wzrostu inflacji. Według naszych szacunków rachunki gospodarstw domowych za prąd wzrosną w przyszłym roku o ok. 10%. Jest to skala podwyżki, którą w obecnych warunkach można uznać za relatywnie niską. Co więcej, jest ona mniejsza niż ogólny wzrost cen mierzony inflacją (17,2% we wrześniu).
- Paradoksalnie, z punktu widzenia gospodarstw domowych energia elektryczna relatywnie (tj. w porównaniu z innymi towarami/usługami) tanieje, a nie drożeje.

Perspektywy inflacji

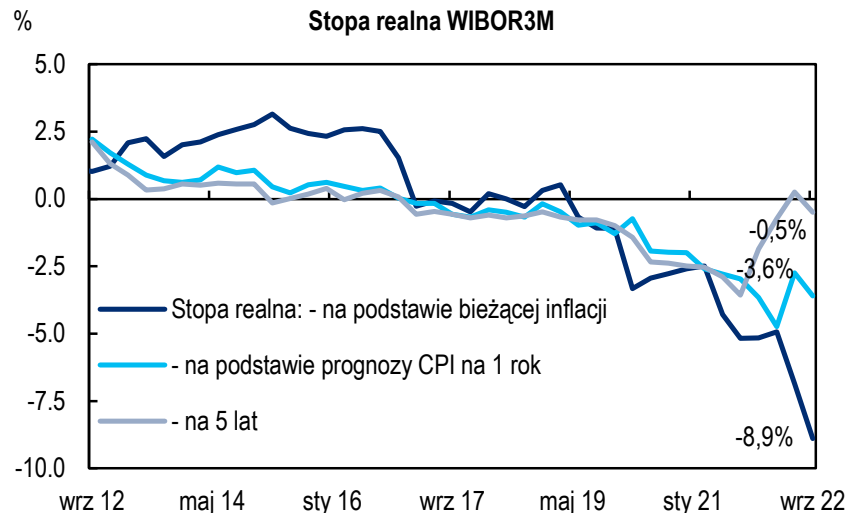
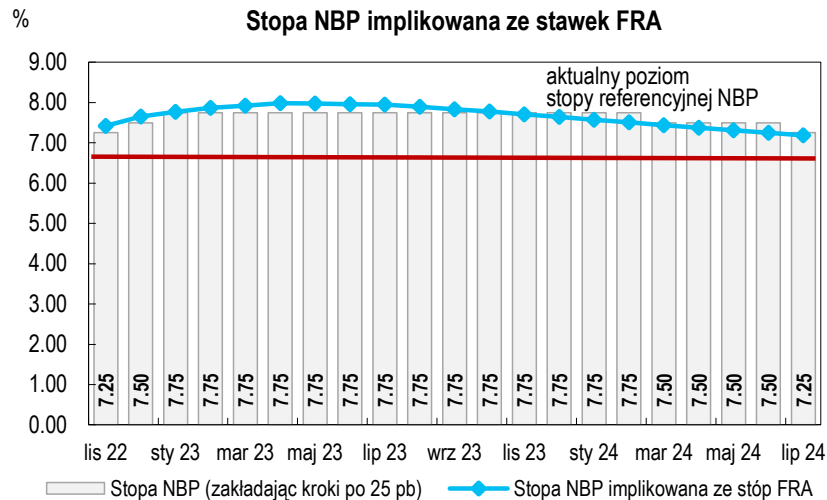
Miary uporczywości inflacji bazowej



Długi powrót do celu

- Nawet bez spadku cen gazu inflacja w przyszłym roku najprawdopodobniej znacznie się obniży. Po szczycie, który nastąpi na początku roku, silne efekty bazowe mogą ją popchnąć w dół już w II kwartale. Jednak po początkowym mocnym spadku związanym z efektami statystycznymi trend spadkowy może wyhamować.
- Ostatnie miesiące przyniosły wyraźny wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz dwucyfrowe wzrosty wynagrodzeń. Przy wysokiej oczekiwanej inflacji rzeczywiste podwyżki cen towarów i usług mogą być wysokie nawet w przypadku spowolnienia gospodarczego.
- Obniżenie inflacji do celu utrudniać będzie również fakt, że inflacja, a szczególnie inflacja bazowa, cechuje się dużą uporczywością, która dodatkowo w ostatnim czasie wyraźnie wzrosła (wykres obok). Oznacza to, że inflacja ma tendencję do zakotwiczenia się na dotychczasowym poziomie i jej znaczne przesunięcie będzie wymagało ze strony banku centralnego wyjątkowego wysiłku.
- Nasze prognozy starają się odzwierciedlać tę sytuację – spodziewamy się, że CPI w przyszłym roku wyniesie średnio około 12-13%, a w 2024 będzie wciąż wyraźnie powyżej 5%.

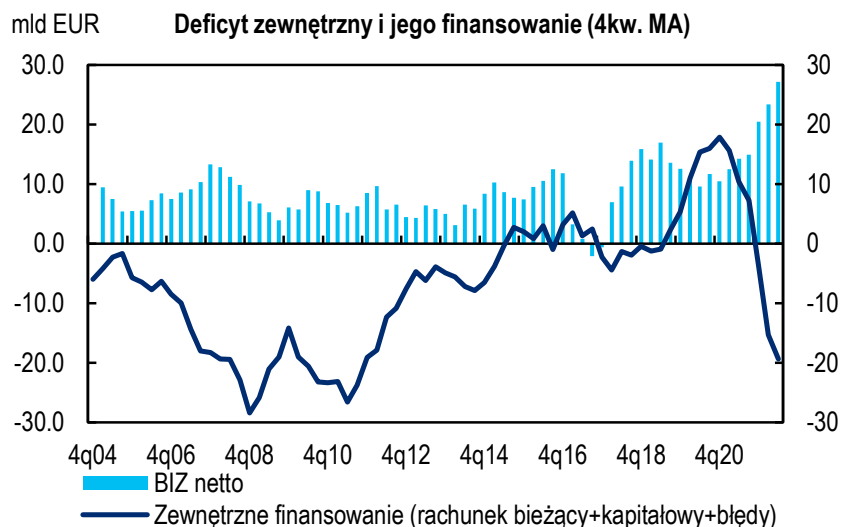
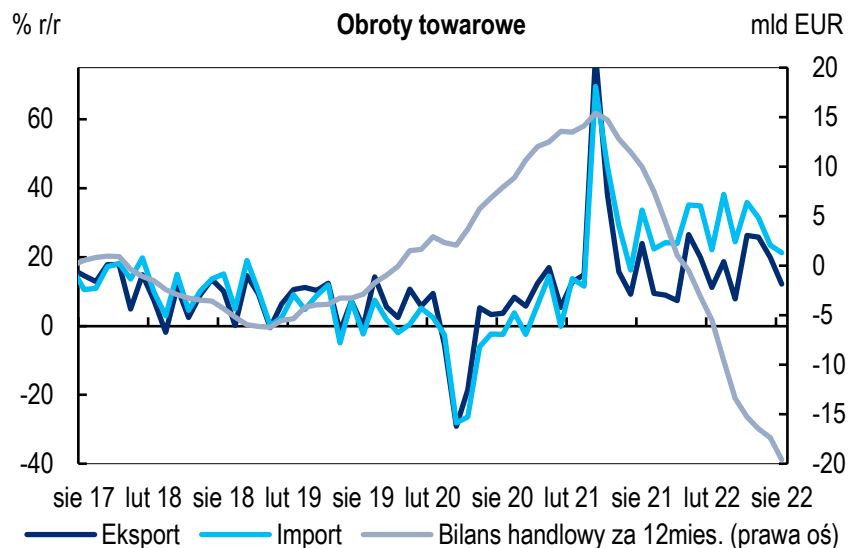
Polityka pieniężna



Próba hamowania

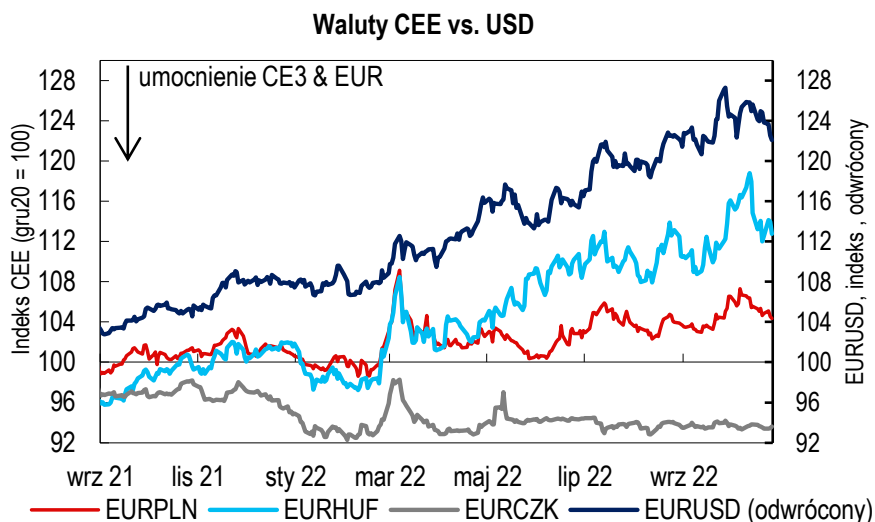
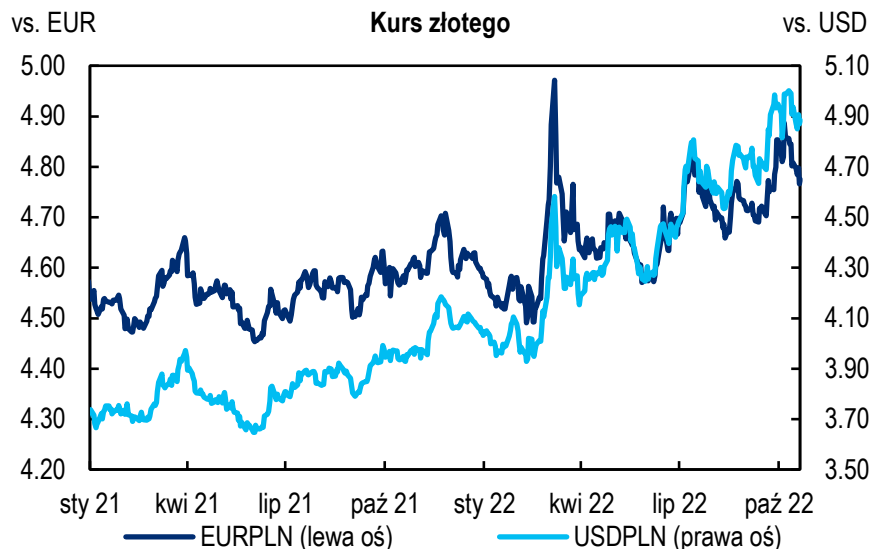
- Po wrześniowym złagodzeniu retoryki, w październiku Rada Polityki Pieniężnej poszła za ciosem i pozostawiła stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna 6,75%). Ton wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji prasowej sugerował, że Rada chce zakończyć cykl podwyżek, nawet jeśli formalnie jeszcze tego nie zrobiła.
- Biorąc pod uwagę, że w listopadzie RPP zapozna się z nową projekcją makroekonomiczną, jej wynik może mieć istotny wpływ na kolejne decyzje monetarne. Nasz bazowy scenariusz zakłada, że w listopadzie Rada zdecyduje się na jeszcze jedną podwyżkę, sprowadzając stopę referencyjną do około 7%.
- Dane z ostatnich miesięcy (silna produkcja i sprzedaż) oraz wydarzenia rynkowe (silna wyprzedaż obligacji) sugerują jednak scenariusz, w którym polityka gospodarcza będzie musiała być jeszcze zacieśniona aby obniżyć inflację. Ponieważ jak na razie szanse na zacieśnienie fiskalne w obliczu szoku energetycznego i rosnących wydatków zbrojeniowych wydają się niewielkie, dostosowanie nastąpiłoby po stronie polityki pieniężnej. Naszym zdaniem zwiększa to ryzyko, że nawet jeżeli obecnie Rada zdecyduje się zakończyć cykl podwyżek, na późniejszym etapie może być zmuszona do ponownego zacieśnienia monetarnego.

Rachunek obrotów bieżących



Wysoki deficyt obrotów bieżących

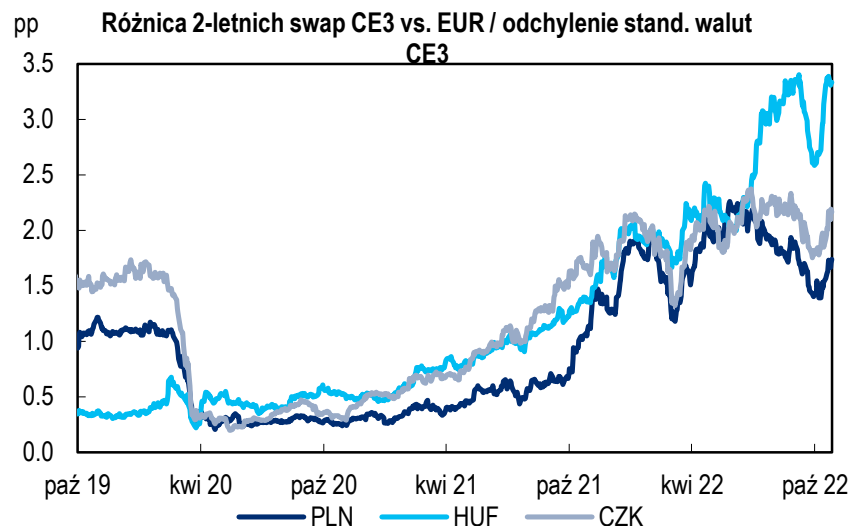
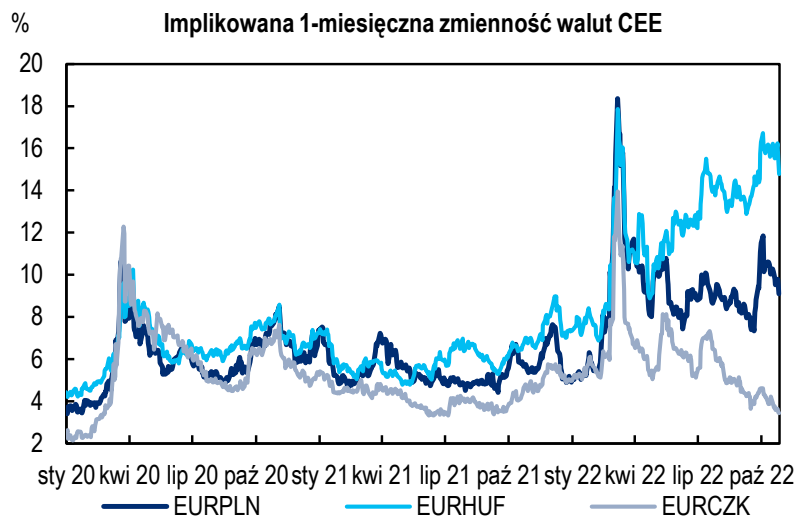
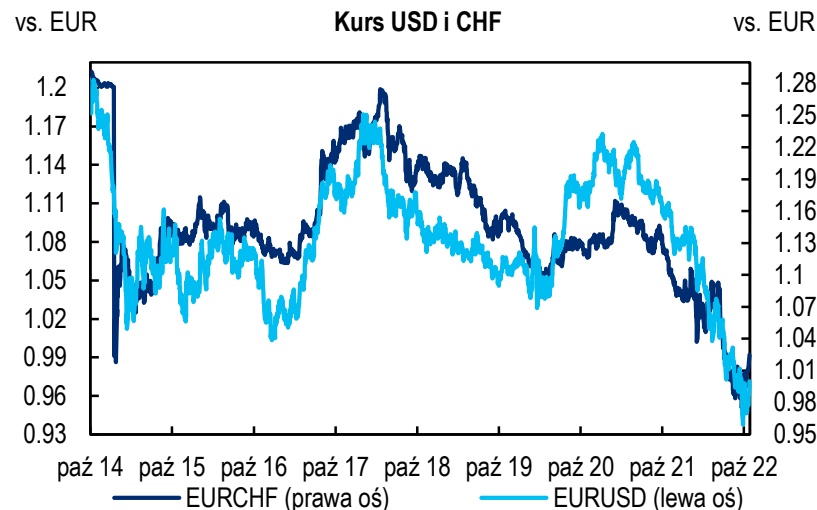
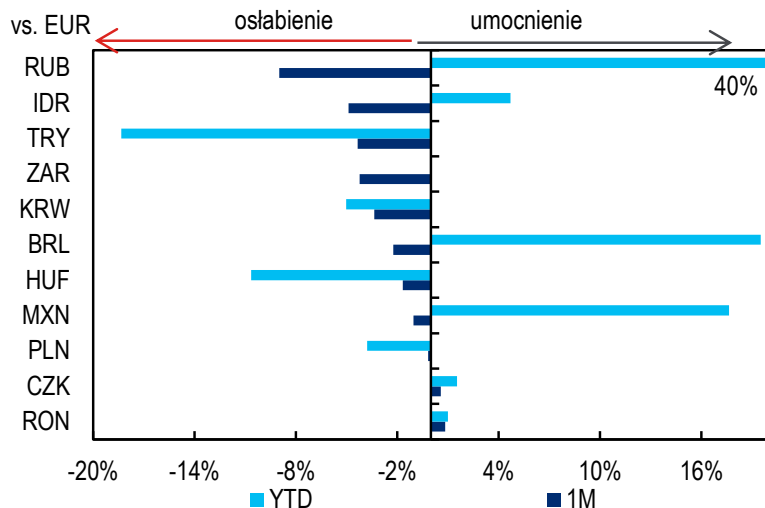
- Deficyt obrotów bieżących wzrósł w sierpniu do ok. 4 mld € z 1,9 mld € i był znacznie wyższy niż oczekiwano. Wynikało to ze słabszego niż zakładaliśmy eksportu (24,8 r/r) przy wyższej dynamice importu (28,2 % r/r), na którą mógł wpłynąć większy import drogiego węgla. Jednocześnie saldo dochodów pierwotnych było większe niż zakładaliśmy wobec znacznego wzrostu reinwestowanych zysków, co też świadczy o sile popytu lub mocy cenowej inwestorów bezpośrednich.
- Skumulowane saldo za 12 miesięcy wzrosło, ale wobec rewizji za poprzednie miesiące osiągnęło łącznie niższy poziom (ok. 3,8% PKB) niż wynikało z danych dostępnych przed rewizją.
- Deficyt w obrotach bieżących jest wciąż pokryty przez napływy na rachunek kapitałowy i bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Jednak nadwyżka długoterminowego finansowania stopniowo się kurczy.
- Spodziewamy się rozszerzenia deficytu do ok. 4,5-5% PKB w kolejnych miesiącach, co może w jeszcze bardziej zwiększać ryzyko potrzeby finansowania deficytu zagranicznym kapitałem portfelowym. Takie ryzyko nasiliłoby się w przypadku znacznego ograniczenia napływów środków unijnych. To z kolei mogłoby oznaczać potrzebę utrzymania odpowiednio wysokiej premii za ryzyko na rynku długu, aby zachęcić inwestorów portfelowych do zakupów.



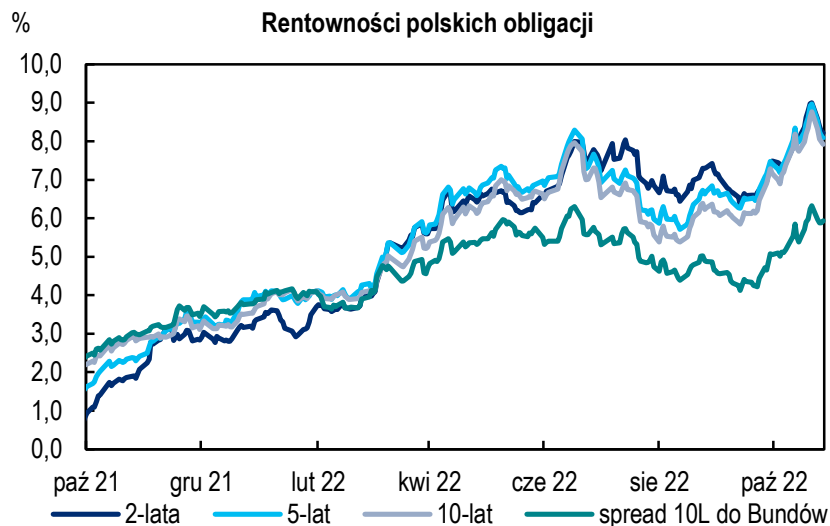
Złoty może dalej tracić

- W minionym miesiącu złoty nieznacznie stracił na wartości wobec euro i umocnił się wobec dolara. Koniec września i początek października przebiegały pod znakiem osłabienia złotego, czemu pomagała gołębia postawa RPP. Tracił także forint, ale późniejsza interwencyjna podwyżka stóp krótkoterminowych przez MNB zahamowała spadek HUF, a mogła pomóc także złotemu. Wsparciem dla krajowej waluty mogły być także lepsze od oczekiwań dane o aktywności za wrzesień i wzrostowa tendencja EURUSD. Nie bez znaczenia był również bardzo wysoki koszt finansowania dla inwestorów zagranicznych (*cross currency basis*).
- Utrzymanie gołębiego tonu przez RPP, szczególnie wobec obecnych dosyć wysokich oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp, może negatywnie wpływać na złotego w najbliższych miesiącach. Dalsze rozszerzanie się deficytu obrotów bieżących, oczekiwane pogarszanie się sytuacji fiskalnej i szczyt CPI w I kw. 23 r. również będą niekorzystne dla złotego, podobnie jak zakładane przez globalnych strategów Citi dalsze umocnienie dolara do euro nawet do 0,93.
- W przyszłym roku złoty może nieco odreagować, ale sądzimy, że utrzymanie inflacji powyżej poziomu w strefie euro na dłużej będzie utrzymywać złotego na słabych poziomach wobec euro.

Rynek walutowy



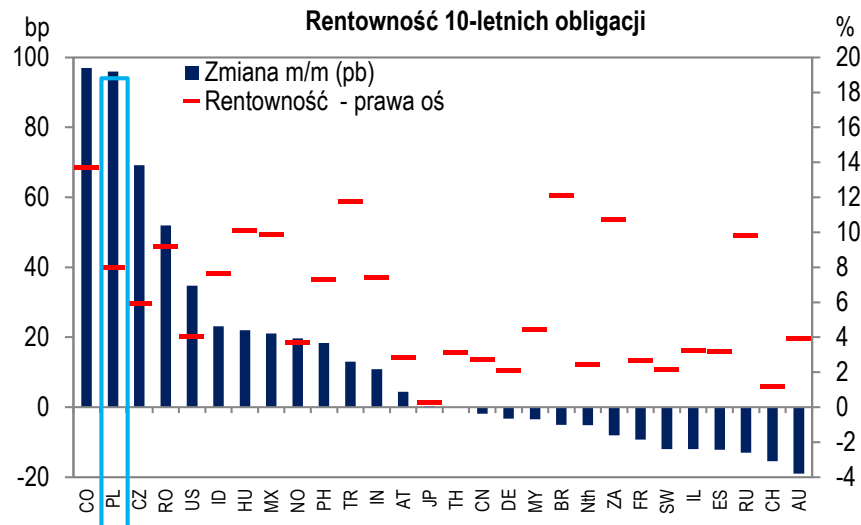
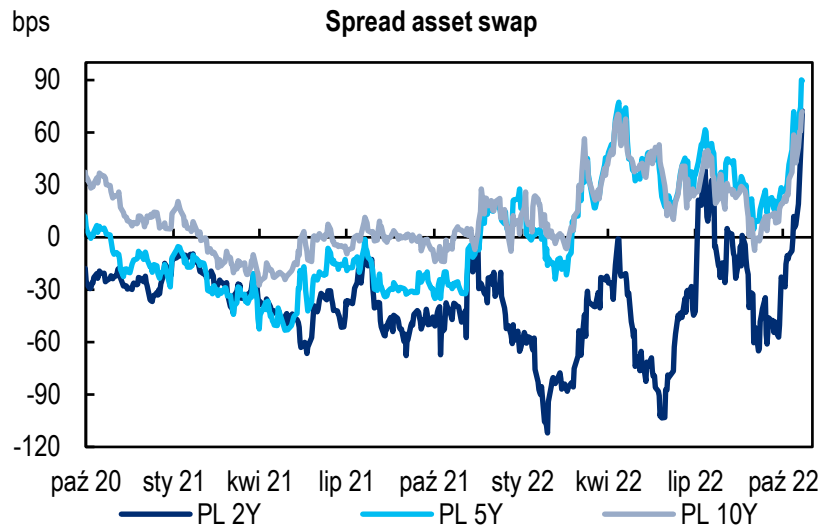
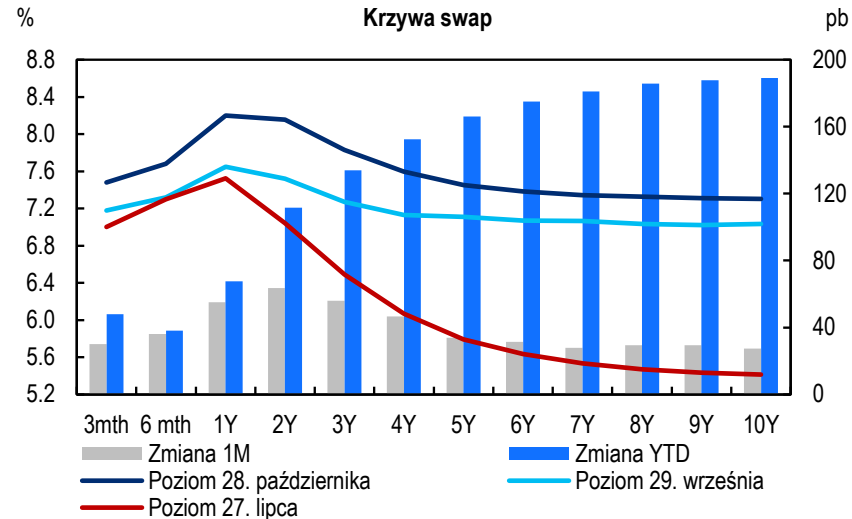
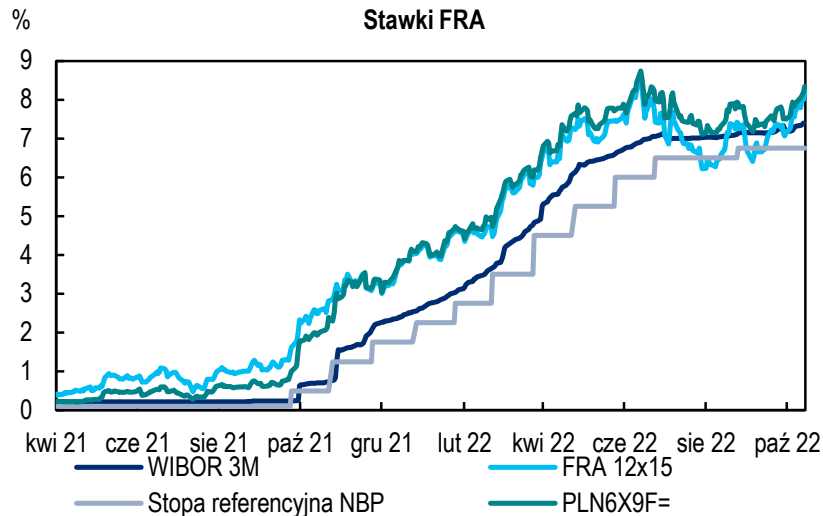
Rynek stopy procentowej



Najwyższe rentowności od

- W minionym miesiącu nastąpił ponowny wzrost zmienności na rynkach stopy procentowej i doszło do znacznego wzrostu stóp rynkowych. W szczytowym momencie rentowności przekroczyły 9%, co oznaczało zmianę stóp swap w ciągu miesiąca o 120-180 pb, a rentowności obligacji o 260-280 pb przy wzroście spreadu kredytowego asset swap.
- Znaczny wzrost stóp rynkowych to pokłosie rosnących stóp na rynkach bazowych i gołębiej retoryki RPP, co przełożyło się na wystromienie krzywych. Negatywnym czynnikiem był także wzrost obaw rynkowych o sytuację fiskalną, znaczny przyrost potrzeb pożyczkowych i wzrost emisji obligacji gwarantowanych przez Skarb państwa, które konkurują o popyt z obligacjami skarbowymi.
- MF zaplanował potrzeby pożyczkowe na poziomie ok. 270 mld zł, ale mogą być nawet o 100-150 mld zł wyższe w zależności o kosztów programów mrożenia cen energii. Ostatnio obserwowane spadki cen gazu mogą jednak potencjalnie zmniejszać obawy o skalę kosztów budżetowych.
- Sądzymy, że moment na większe spadki rentowności przyjdzie po tym jak CPI osiągnie szczyt w I kw. 23, inflacja zacznie spadać, a stopa bezrobocia będzie rosła. Jednak spadek rentowności będzie stopniowy wobec potrzeby uzyskania dodatknych realnych stóp procentowych i dużych emisji obligacji także w 2024 r.

Rynek stopy procentowej



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2021				2022								
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	8,7	7,6	14,8	16,3	18,0	17,3	15,4	12,4	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8
Produkcja przemysłowa (% m/m)	10,9	2,1	4,9	-3,2	-4,0	3,4	16,3	-11,7	1,3	-0,3	-7,0	0,7	9,8
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	7,8	5,2	12,7	13,7	15,5	15,5	10,7	11,1	14,8	10,0	6,9	11,1	11,0
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	4,2	4,1	12,8	3,1	20,8	21,2	27,6	9,0	13,0	6,0	4,1	5,9	0,3
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	5,1	6,9	12,1	8,0	10,6	8,1	9,6	19,0	8,2	3,2	2,0	4,2	4,1
Stopa bezrobocia (%)	6,1	5,9	5,8	5,8	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0,6	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3
Ceny													
Inflacja (% r/r)	5,9	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2
Inflacja (% m/m)	0,7	1,1	1,0	0,9	1,9	-0,3	3,3	2,0	1,7	1,5	0,5	0,8	1,6
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	10,3	12,0	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,9	2,0	1,4	1,0	2,4	1,1	6,6	2,5	1,4	1,6	1,3	0,8	0,2
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	8,7	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1.653	941	-1.482	-3.883	-1.091	-2.032	-4.206	-2.844	-1.340	-541	-1.887	-3.967	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	0,9	0,1	-0,1	-0,7	-1,7	-2,0	-2,8	-3,2	-3,8	-3,9	-3,5	-4,1	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-991	-1655	-1816	-2277	-636	-1707	-4553	-2693	-1438	-1010	-1865	-2927	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	22705	23190	24954	23364	24185	24148	25669	26053	27194	27181	25159	25358	-
Eksport (% r/r)	11,0	6,2	13,7	25,0	27,4	20,3	11,9	18,2	26,9	21,3	19,0	24,8	-
Import f.o.b. (mln EUR)	23696	24845	26770	25641	24821	25855	30222	28746	28632	28191	27024	28285	-
Import (% r/r)	22,3	22,0	31,2	39,6	38,7	29,7	31,4	36,4	32,5	26,6	20,6	28,2	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2021				2022								
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8,6	8,6	10,1	8,9	7,7	8,0	7,9	8,2	7,6	6,5	6,2	7,4	7,7
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	6,9	6,8	8,0	7,1	6,5	4,7	2,2	2,5	2,3	1,8	1,8	2,3	3,5
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	6,9	7,8	11,1	10,3	7,6	7,9	7,3	8,8	8,8	8,6	7,7	10,3	12,3
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	4,3	4,4	5,5	4,8	4,7	5,0	3,9	3,5	2,5	2,0	0,9	0,2	-0,4
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-0,2	0,9	1,5	4,2	3,9	7,3	8,7	12,2	12,2	14,2	15,0	18,8	17,0
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	0,10	0,50	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00	6,50	6,50	6,75
WIBOR 3M (średnio)	0,23	0,49	1,40	2,34	2,79	3,33	4,27	5,41	6,32	6,82	7,03	7,06	7,16
WIBOR 3M (koniec okresu)	0,23	0,74	2,06	2,54	3,02	3,65	4,77	6,05	6,59	7,05	7,01	7,11	7,21
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	0,16	1,54	2,10	3,47	3,60	3,72	5,07	6,17	6,17	6,75	6,65	6,69	7,55
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	0,82	2,07	2,84	3,35	3,70	4,08	5,59	6,58	6,61	7,54	6,85	7,15	7,49
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	1,57	2,41	3,20	3,99	4,12	4,30	5,66	6,86	6,97	7,32	5,98	6,69	7,41
EUR/PLN (koniec okresu)	4,63	4,62	4,68	4,60	4,60	4,69	4,65	4,66	4,58	4,68	4,74	4,73	4,87
USD/PLN (koniec okresu)	3,99	3,97	4,12	4,06	4,11	4,20	4,18	4,41	4,27	4,48	4,64	4,74	4,95
EUR/USD (koniec okresu)	1,16	1,16	1,14	1,13	1,12	1,12	1,11	1,06	1,07	1,04	1,02	1,00	0,98
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-47,6	-51,9	-50,4	26,4	-22,3	-11,3	0,3	-9,2	-12,1	-27,7	-34,7	-27,5	-27,5
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-43,5%	-47,5%	-46,1%	24,1%	-20,4%	-10,3%	0,2%	-8,4%	-11,0%	-92,8%	-115,9%	-92,1%	-91,8%

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	648	715
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3.029	3.370
PKB per capita (USD)	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.008	18.774
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	5,2	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,0	6,8	3,7	0,6
Inwestycje (% r/r)	-8,2	4,0	9,4	6,1	-2,3	2,1	3,4	-2,7
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,5	5,9	3,5	0,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,6	6,3	4,3	0,3
Eksport (% r/r)	8,8	9,5	6,9	5,2	-1,1	12,5	2,0	2,9
Import (% r/r)	7,6	9,8	7,4	3,0	-2,4	16,1	5,7	1,2
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	17,3	8,0
Inflacja CPI (% średnia)	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	12,5
Place nominalne (% r/r)	4,1	5,9	7,1	6,6	4,7	8,8	13,0	10,8
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,8	1,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	7,00	6,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,19	6,19
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	9,00	7,00
USD/PLN (Koniec okresu)	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	5,18	4,47
USD/PLN (Średnia)	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,56	4,71
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,92	4,78
EUR/PLN (Średnia)	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,73	4,83

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	-31,8	-27,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-4,9	-3,9
Saldo handlu zagranicznego	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-25,6	-20,5
Eksport	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	335,3	362,5
Import	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	360,9	383,0
Saldo usług	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	30,6	32,7
Saldo dochodów	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-33,1	-34,9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-3,5	-6,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,8	-2,1	-4,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	44,1	41,2	41,9

Prognozy długoterminowe

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Realny wzrost PKB (% r/r)	6,8	3,7	0,6	3,6	3,5	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	5,1	14,3	12,5	9,3	4,3	3,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-4,9	-3,9	-3,1	-2,9	-2,7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,75	7,00	6,00	5,00	4,00	4,00
USD/PLN (Koniec okresu)	4,06	5,18	4,47	4,28	4,09	3,96
USD/PLN (Średnia)	3,86	4,56	4,71	4,37	4,20	4,03
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,60	4,92	4,78	4,75	4,75	4,75
EUR/PLN (Średnia)	4,57	4,73	4,83	4,76	4,75	4,75



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

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.