

CitiMonthly

Bliżej stagflacji

Piotr Kalisz, CFA
Cezary Chrapek, CFA

Marzec 2022

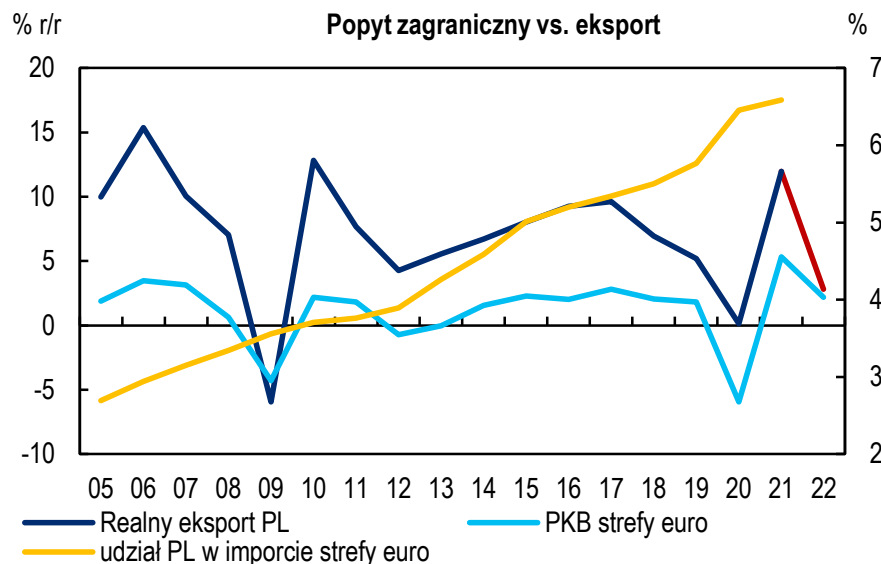
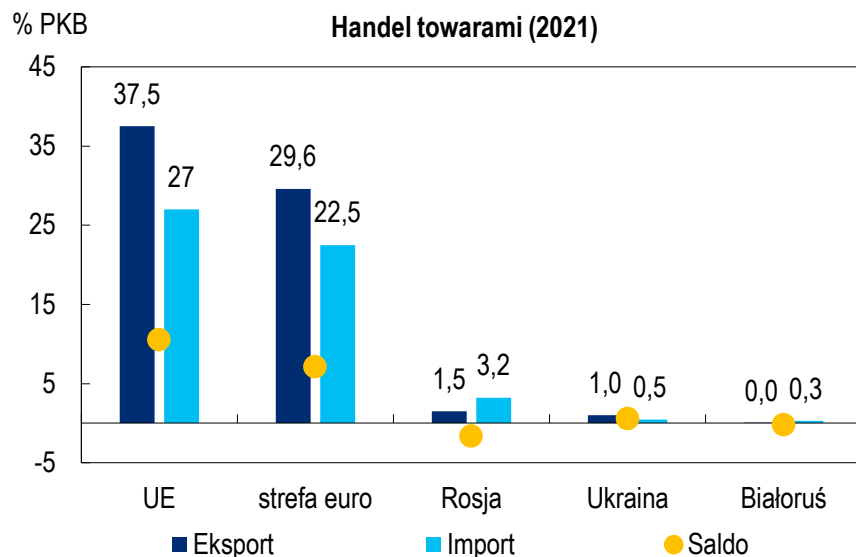
www.citihandlowy.pl
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

The logo for Citi Handlowy, featuring the word "citi" in white lowercase letters with a red arc above the "i", followed by "handlowy" in white lowercase letters, and a registered trademark symbol (®) at the end.

Podsumowanie

- W ciągu miesiąca perspektywy i wyzwania przed którymi stoi polska gospodarka uległy diametralnej zmianie. Wybuch wojny oznacza jednocześnie pogorszenie perspektyw gospodarczych, wzrost inflacji i wzrost premii za ryzyko.
- Pomimo spodziewanego głębokiego spadku eksportu do Rosji i Ukrainy, wzrost gospodarczy w całym roku może być bliski 4%. Ta całoroczna średnia przysłania jednak fakt, że wzrost w poszczególnych kwartałach będzie bardzo „nierówny”. Po bardzo silnym początku roku, kolejne kwartały mogą bowiem przynieść znaczne wyhamowanie aktywności, w tym również spadki PKB.
- Problem inflacyjny narasta. Wzrost cen energii oznacza, że rząd najprawdopodobniej wydłuży tarcze inflacyjne przynajmniej do końca roku. Poluzowanie fiskalne sprawia jednak, że inflację bazową będzie coraz trudniej zbić do niższych poziomów. W porównaniu ze scenariuszem sprzed miesiąca obecnie oczekujemy wyższej inflacji zarówno w 2022, jak i 2023 roku, przy czym rewizja dotycząca przyszłego roku jest szczególnie duża (statystyczny efekt wydłużenia tarcz).
- Złoty osłabił się nawet pomimo powtarzanych interwencji walutowych NBP. Słabość złotego wydaje się uzasadniona sytuacją makroekonomiczną – znacznym niekorzystnym szokiem *terms of trade* oraz pogorszeniem nierównowagi makroekonomicznej. Obecne prognozy zakładają bowiem wyższy deficyt w rachunku bieżącym, wyższy deficyt fiskalny oraz znacznie wyższą inflację. Po raz pierwszy od lat wzrost premii za ryzyko ma uzasadnienie w fundamentach.
- Efektem trwającego luzowania fiskalnego oraz szoków cenowych jest wzrost docelowego poziomu stóp procentowych w kraju. Nasza prognoza zakłada podwyżki do około 5,5% w tym roku, jednak niepewność dotycząca przyszłej ścieżki zacieśnienia monetarnego jest olbrzymia. Podwyżki powyżej tego poziomu, choć jeszcze niedawno wydawały się mało prawdopodobne, nie są już wykluczone.

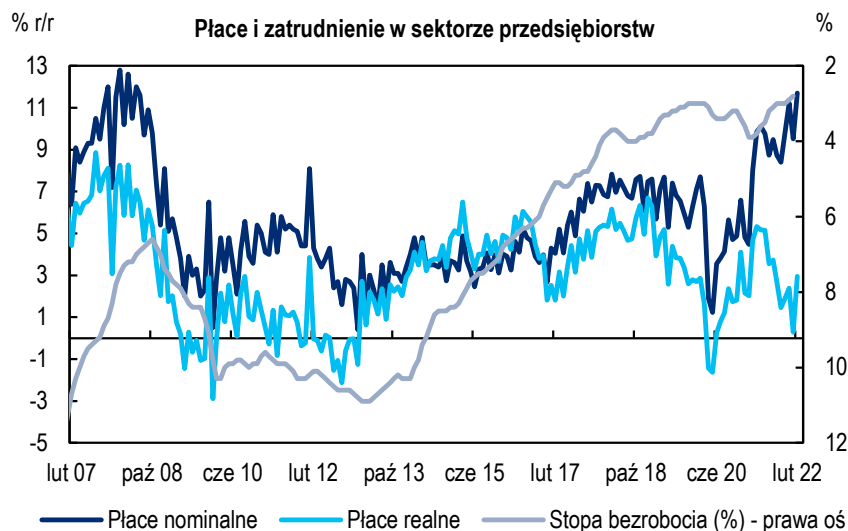
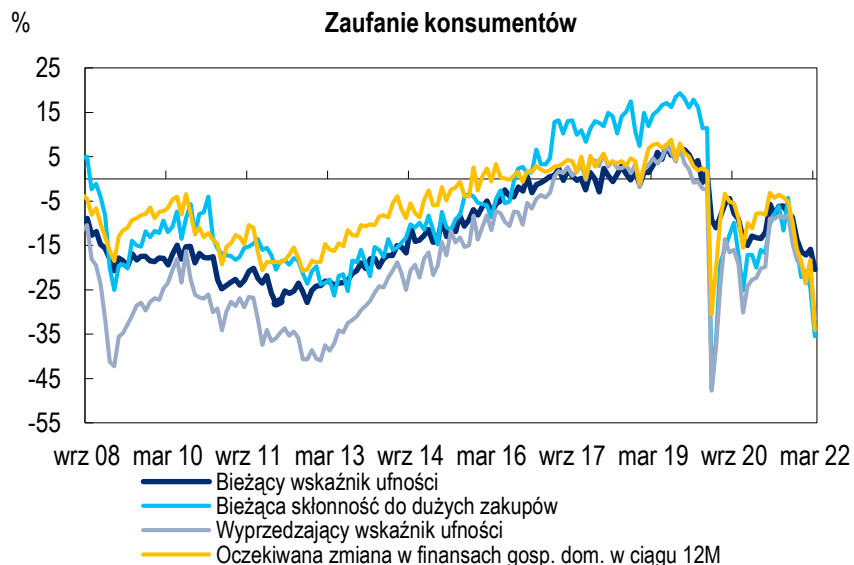
Punkt zwrotny



Szok geopolityczny pogarsza perspektywę PKB

- Ostatni raport miesięczny publikowaliśmy 20 lutego. Od tego czasu wybuch wojny w Ukrainie istotnie zmienił perspektywy gospodarcze i sprawił, że dotychczasowe prognozy stały się nieaktualne.
- Wachlarz potencjalnych scenariuszy jest szeroki, ale warto podsumować kwestie, które mogą mieć kluczowe znaczenie w najbliższych miesiącach.
- Najbardziej oczywisty szok dotyczy handlu zagranicznego. Rosja, Ukraina i Białoruś łącznie odpowiadają za około 5,5% polskiego eksportu (2,5% PKB).
- Spadki w tej kategorii mogą sięgać kilkudziesięciu procent, co miałyby już zauważalny wpływ na całość eksportu, jednak wpływ na PKB byłby ograniczony i zapewne mniejszy niż 1%. Do złagodzenia wpływu na PKB powinien przyczynić się spodziewany spadek importu z Rosji, przynajmniej w tej części, która nie dotyczy gazu oraz ropy naftowej.
- Spowolnienie w strefie euro, a więc na największym zagranicznym rynku zbytu dla polskich firm, zapewne również odbije się na wynikach eksportu. Zakładając, że wzrost w strefie euro będzie niższy o nieco ponad 1pp, może to odjąć od PKB w Polsce przynajmniej 0,3pp. Osłabienie złotego jednak w naturalny sposób łagodzi ten szok i może też przyczynić się do dalszego wzrostu udziału polskich firm w rynku europejskim.

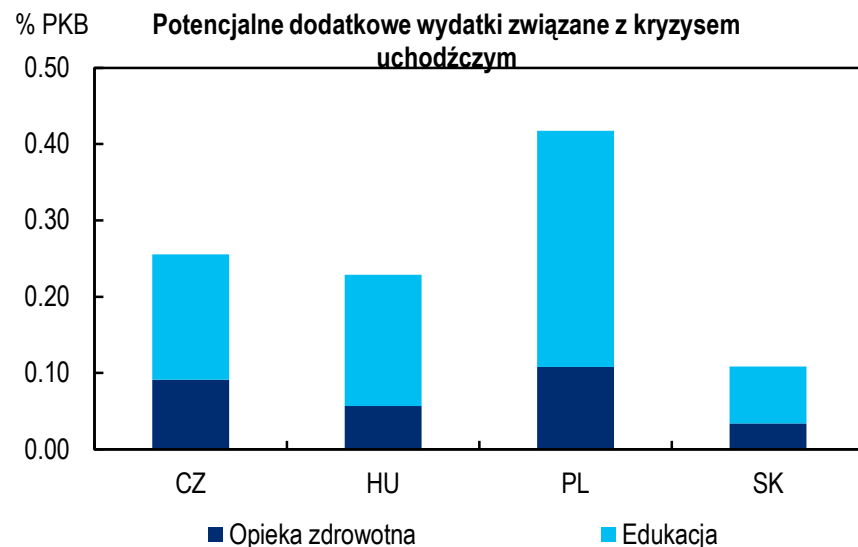
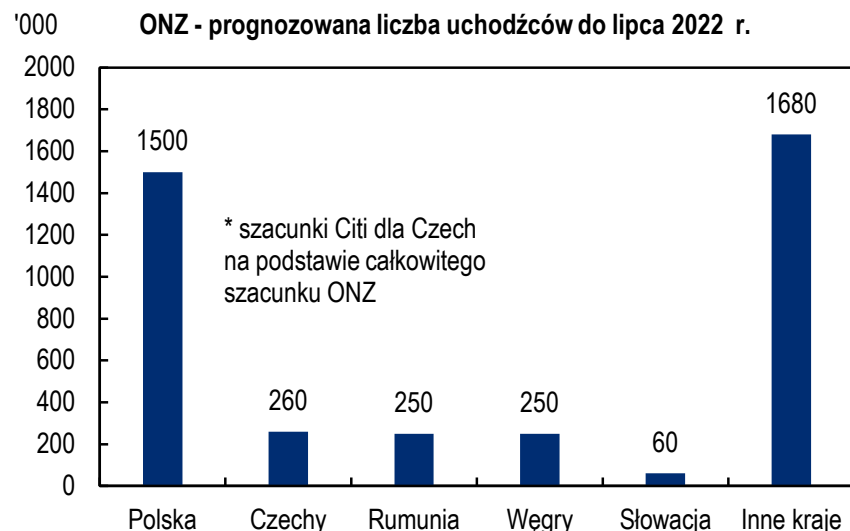
Szok energetyczny ciąży na konsumpcji



Wyższe ceny obniżą realne dochody i wydatki

- Pomimo przyjętych przez UE oraz Stany Zjednoczone dotkliwych sankcji, dotychczas Europa nie zdecydowała się na natychmiastowe wstrzymanie importu gazu i ropy naftowej z Rosji. Oznacza to, że na razie firmy UE mają do czynienia z szokiem prowadzącym do znacznego wzrostu cen energii, ale ryzyko braku dostaw gazu i racjonowania dostępu do tego surowca nie zmaterializowało się.
- Według naszych szacunków w przeszłości „szokowe” wzrosty cen o 1% obniżały dynamikę konsumpcji o około 0,3 pp. Tym razem jednak wpływ może być trudniejszy do oszacowania, gdyż przy bardzo dużych zmianach cen paliw i energii w grę wchodzi efekty nieliniowe (tj. istnieje ryzyko nieproporcjonalnie silnej reakcji konsumpcji).
- Spodziewamy się, że negatywny wpływ na konsumpcję z tego tytułu będzie ujawniał się przede wszystkim pod koniec pierwszego oraz w drugim kwartale roku. Konsekwencje szoku energetycznego będą potęgowane przez znaczne pogorszenie nastrojów konsumentów.
- W dłuższej perspektywie oczekujemy, że dodatkowa podaż ropy naftowej z Bliskiego Wschodu, będąca efektem spodziewanego porozumienia Stanów Zjednoczonych z Iranem, może doprowadzić do spadku cen paliw. Gdyby do tego nie doszło, negatywny wpływ na konsumpcję mógłby okazać się silniejszy od przewidywań.

Rośnie liczba uchodźców

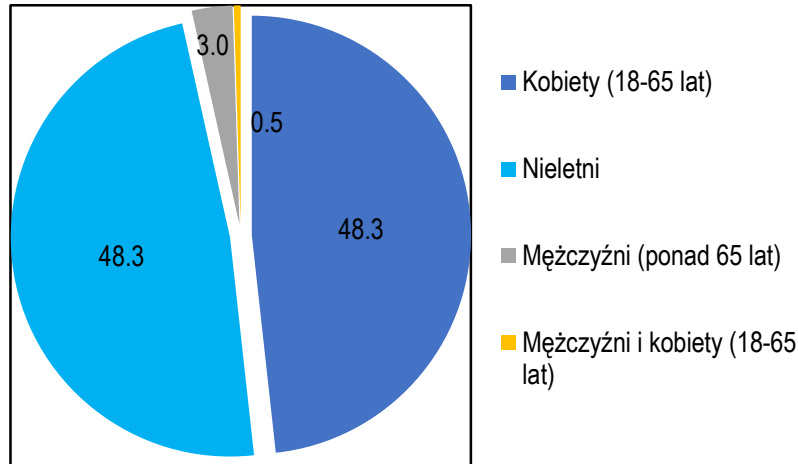


Wsparcie dla uchodźców

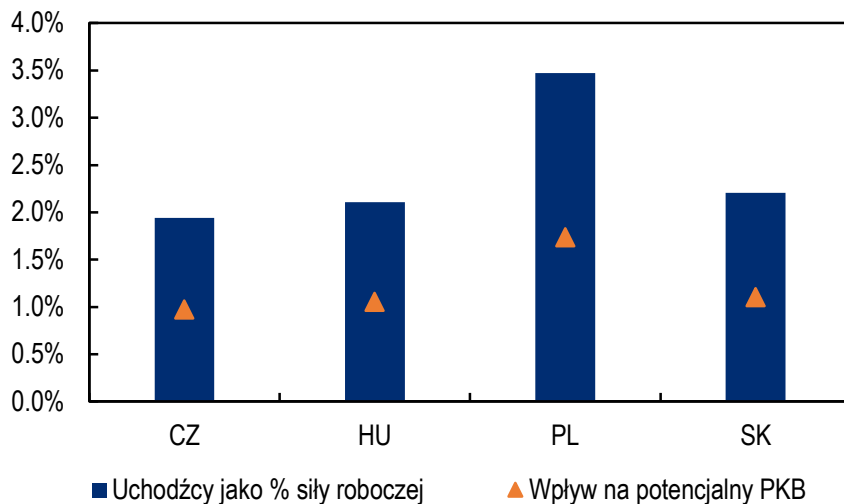
- Liczba uchodźców z Ukrainy, która dotarła do Polski przekracza 2 miliony osób. Nie jest jasne jaka część z tych osób planuje udać się do innych krajów, jednak projekcje UNHCR zakładają, że około 1,5 mln osób ostatecznie zdecyduje się przebywać w Polsce. Jeżeli te szacunki okażą się słuszne będzie to oznaczało przynajmniej przejściowy wzrost populacji kraju o około 4%.
- W krótkim czasie wsparcie dla uchodźców może istotnie wesprzeć konsumpcję, kompensując negatywny efekt związany z rosnącymi cenami energii. Rząd postanowił przeznaczyć około 8 mld zł (0,25%) na bezpośrednią lub pośrednią pomoc w pierwszych dwóch miesiącach kryzysu migracyjnego, a do tego należy doliczyć wydatki organizacji NGO oraz osób prywatnych (praktycznie niemożliwe do oszacowania).
- Samo zapewnienie żywienia oraz artykułów pierwszej potrzeby dla uchodźców może dodać do konsumpcji w II kwartale około 1pp.
- Spodziewamy się również wzrostu wydatków na usługi publiczne. Nawet gdyby przyjąć, że wydatki na edukację oraz służbę zdrowia na uchodźcę będą stanowiły połowę wydatków per capita ponoszonych dotychczas, może to oznaczać dodatkowy impuls fiskalny rządu 0,4% PKB.

Konsekwencje dla rynku pracy

Wydane numery PESEL dla uchodźców



Uchodźcy jako % siły roboczej



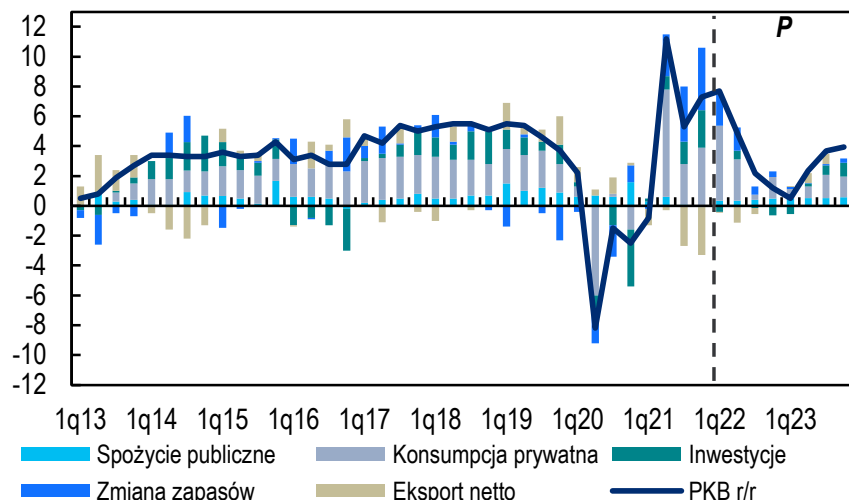
Możliwy korzystny wpływ na wzrost

- W dłuższym horyzoncie zmiany związane z napływem uchodźców mogą mieć istotny wpływ na rynek pracy. Jak pokazują doświadczenia z okresu 2014-2021 niewielkie bariery językowe oraz kulturowe sprawiają, że ukraińskim obywatelom stosunkowo łatwo wejść na krajowy rynek pracy.
- Profil demograficzny uchodźców różni się od tego, jaki charakteryzował migrantów sprzed 2022. Dotychczas kobiety stanowiły nieco ponad 50% procent dorosłych ukraińskich pracowników, podczas gdy w obecnej fali odsetek ten ukształtuje się w pobliżu 100%.
- Biorąc to pod uwagę oraz skalę napływu uchodźców, wnioski z okresu 2014-2021 mogą nie w pełni przenosić się na bieżącą sytuację. Zakładamy jednak, że przy bardzo niskiej stopie bezrobocia w kraju (ok. 3%) integracja nowo przybyłych uchodźców na polskim rynku pracy będzie stosunkowo skuteczna.
- Na razie nie jest jasne jaka część uciekających przed wojną będzie chciała pozostać w Polsce na dłużej i jakiegolwiek prognozy w tym zakresie wydają się spekulacją. Gdyby jednak projekcje UNHCR przyjąć za punkt odniesienia (populacja uchodźców na poziomie 1,5 mln osób) i przyjmując, że 40% przybyłych to dorośli gotowi wkroczyć na rynek pracy, oznaczałoby to wzrost podaży pracy o około 3,5%, co mogłoby dodać około 1,5-2% do potencjalnego PKB.

Niższa ścieżka inwestycji i PKB

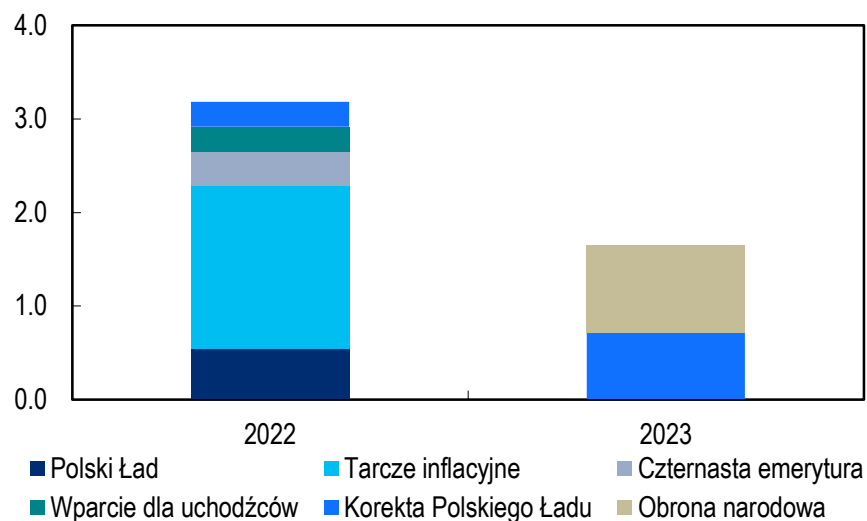
% r/r, pkt proc.

Kontrybucja do wzrostu PKB



% PKB

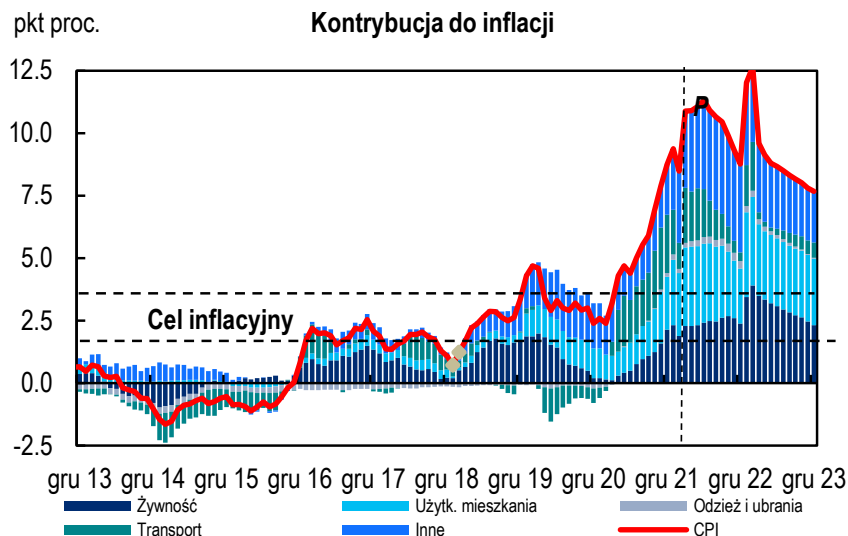
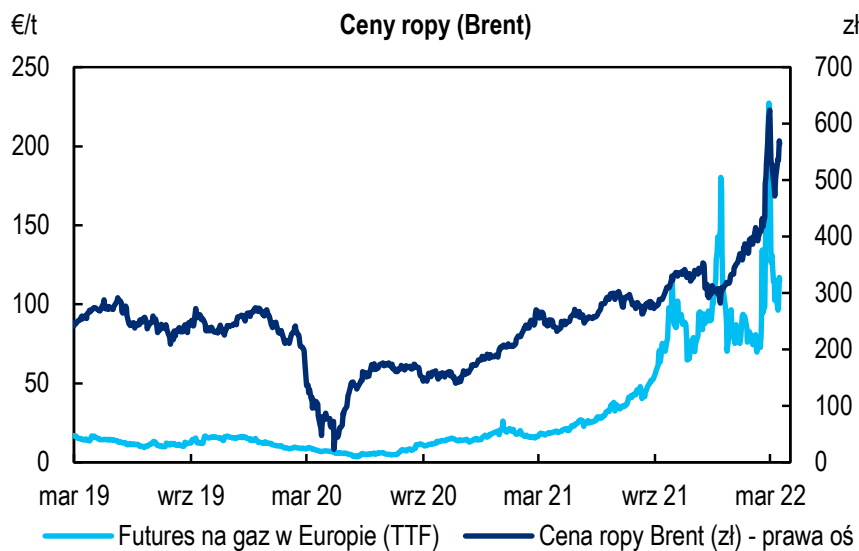
Skala poluzowania fiskalnego 2022-2023



Oslabienie z wysokiego punktu startowego

- Szok energetyczny w połączeniu ze znacznym wzrostem niepewności będą negatywnie wpływać na inwestycje sektora prywatnego. Efekt ten zapewne zostanie tylko częściowo zrekompensowany przez wyższe wydatki sektora publicznego. W sumie, biorąc pod uwagę gorsze perspektywy inwestycji oraz eksportu, w nowym scenariuszu spodziewamy się znacznie niższej dynamiki PKB kwartał-do-kwartalu w II i III kwartale roku.
- Jeżeli jednak chodzi o średni wzrost w całym 2022 roku, pozostanie on zapewne wysoki – oczekujemy wzrostu PKB o 3,9% w 2022 (rewizja w górę o 0,3pp). Nasza prognoza jest umiarkowanie konserwatywna i ryzyko widzimy po stronie lepszego od przewidywanego wyniku (nawet powyżej 4%).
- Tak wysoki całoroczny wynik to efekt bardzo wysokiego punktu startowego. Dane za styczeń i luty, a więc praktycznie sprzed momentu wybuchu wojny, były znacznie lepsze od wcześniejszych przewidywań. Ponadto najnowsze wskaźniki GUS wskazują, że pogorszenie nastrojów firm było mniejsze niż w czasie pandemii i mniejsze niż w przypadku konsumentów. Nawet pomimo prawdopodobnego osłabienia aktywności w marcu, wzrost w pierwszym kwartale mógł przekroczyć 7% r/r. Ustawia to punkt startowy na tyle wysoko, że nawet w przypadku recesji w połowie roku, całoroczny wzrost gospodarczy będzie wysoki.

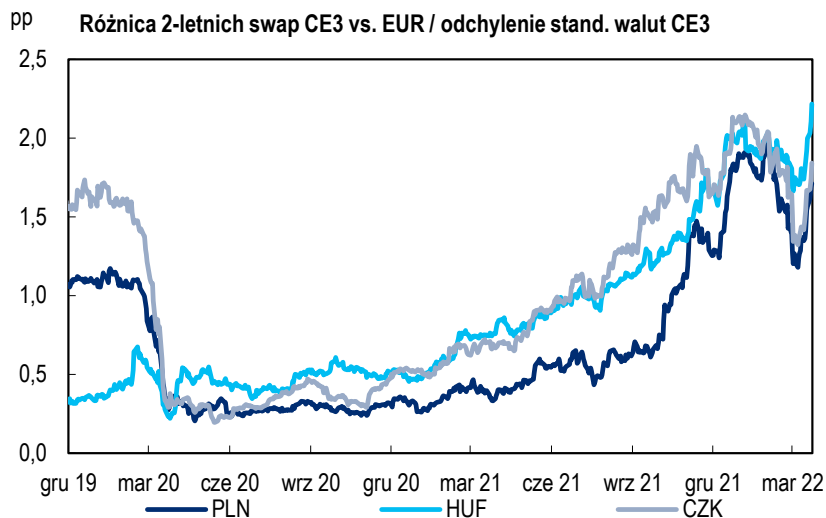
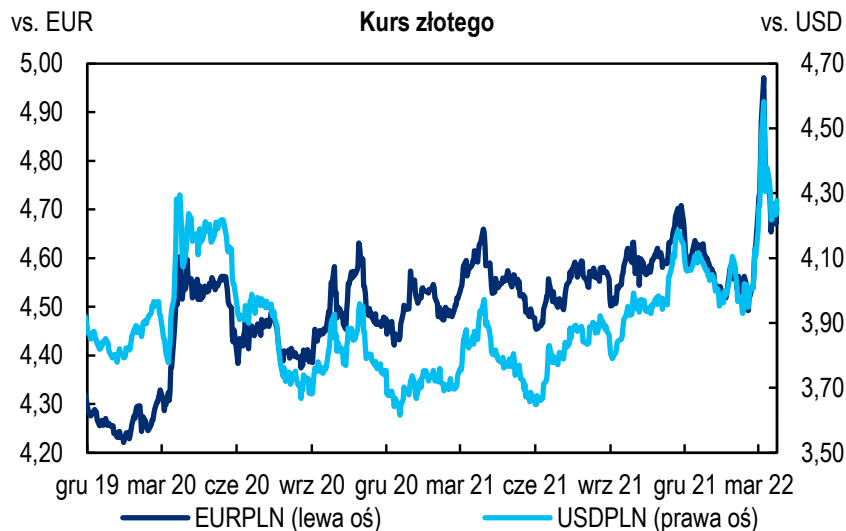
Wyjątkowo wysoka inflacja



Wyższa inflacja na dłużej

- Inflacja najprawdopodobniej będzie istotnie wyższa od wcześniejszych prognoz. Przede wszystkim gwałtowny wzrost cen ropy naftowej pod koniec lutego i w marcu w znacznym stopniu neutralizuje efekty związane z wprowadzonymi tarczami antyinflacyjnymi.
- Można przypuszczać, że nawet jeżeli ceny ropy naftowej spadną w kolejnych miesiącach (przy założeniu braku embarga na import energii z Rosji do UE), średnio pozostaną one znacznie wyższe niż zakładano w lutym, a to z kolei podniesie ścieżkę CPI.
- W obecnym scenariuszu przedłużenie obowiązywania tarcz przynajmniej do końca roku lub nawet ich rozszerzenie wydaje się bardzo prawdopodobne. Obniży to tegoroczną inflację średnio o ponad 3 pp, ale jednocześnie podniesie inflację w 2023. Co więcej, w obecnej sytuacji można przypuszczać, że podwyżki cen gazu w przyszłym roku będą wyższe niż wcześniej oczekiwano. Dlatego pomimo spodziewanego wyraźnego spowolnienia gospodarczego inflacja w tym i przyszłym roku pozostanie bardzo wysoka, średnio pozostając w okolicach 10%.
- Oczekujemy, że w odpowiedzi na wyższą inflację RPP będzie kontynuować cykl podwyżek stóp procentowych. Nasz bazowy scenariusz zakłada podwyżki do około 5,5% w połowie roku (wobec 3,5% w marcu), jednak niepewność dotycząca skali podwyżek jest obecnie wyjątkowo wysoka.

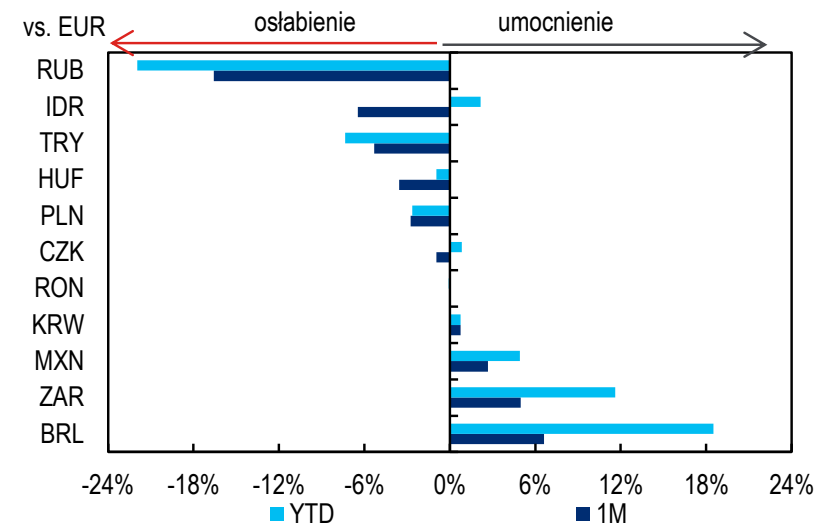
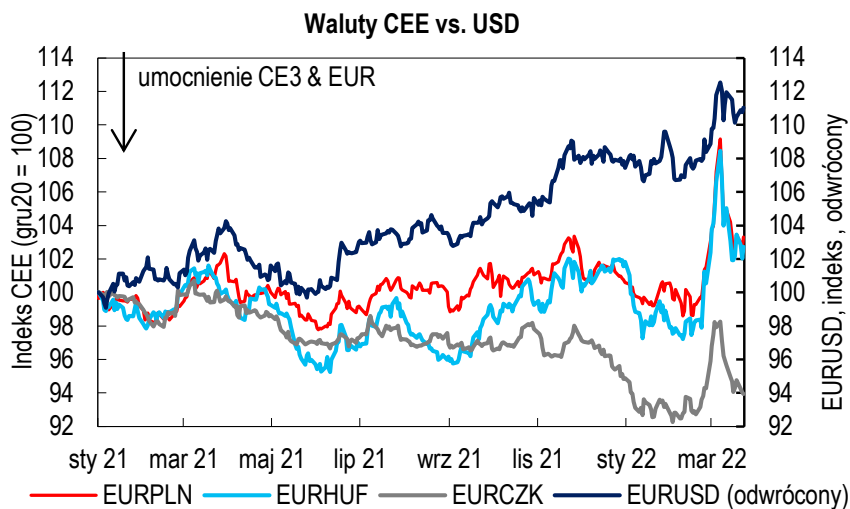
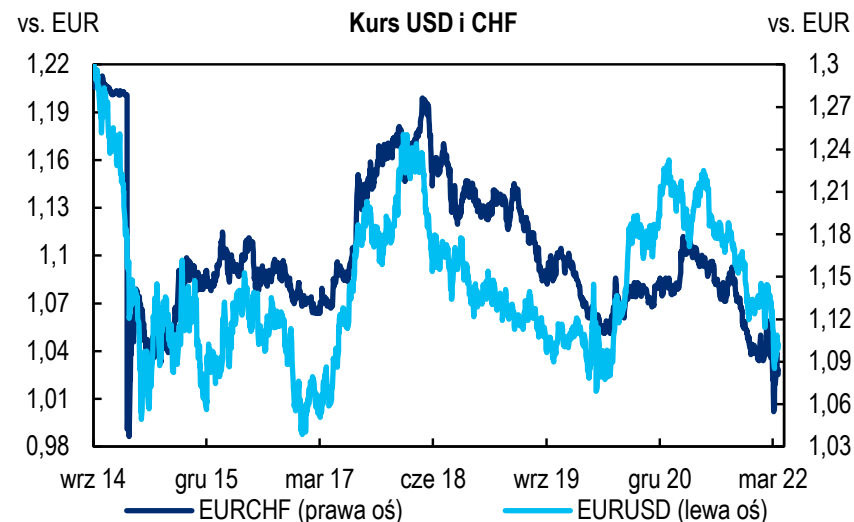
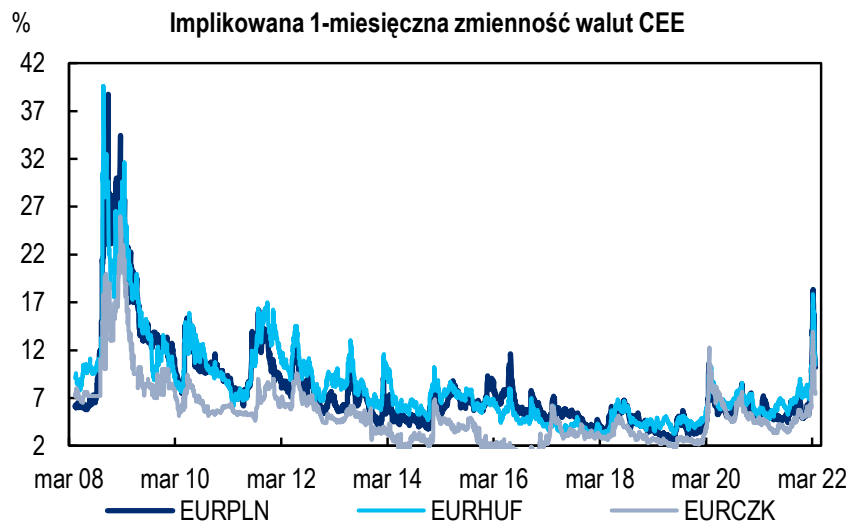
Rynek walutowy



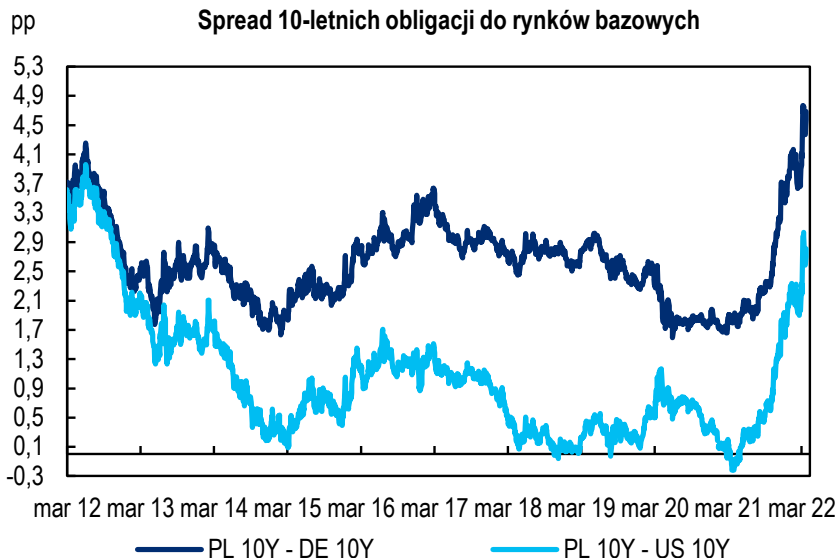
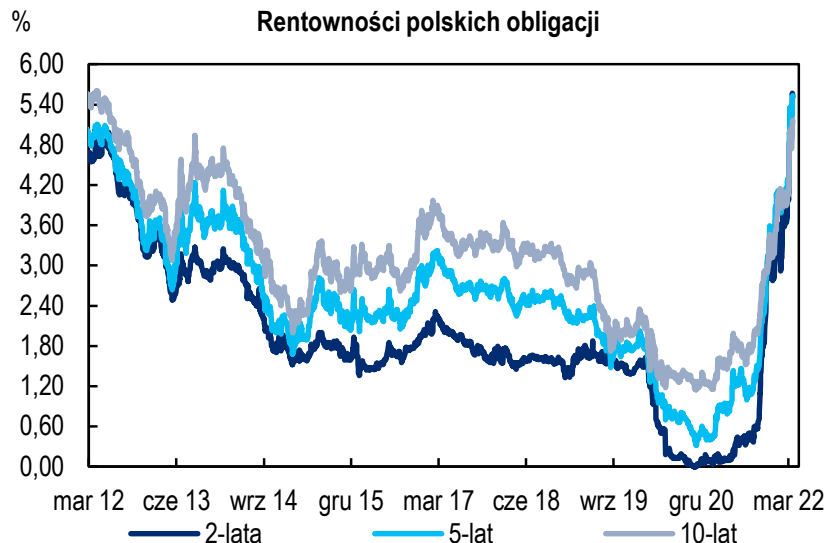
Złoty najsłabszy od lat

- Konflikt między Rosją i Ukrainą doprowadził do znacznego przeszacowania premii za ryzyko geopolityczne w aktywach regionu. W pierwszej reakcji doszło do znacznego osłabienia złotego, a kurs EURPLN osiągnął historycznie wysoki poziom (5,0), co doprowadziło do pierwszej od 2013 r. interwencji NBP w celu ograniczenia tempa deprecjacji.
- Awersja do ryzyka i zmienność na rynkach dosyć szybko zmniejszyły się, co pomogło złotemu odrobić straty, ale i tak jest obecnie jest on ok. 2% słabszy wobec euro niż tuż przed wybuchem wojny.
- Choć ekspozycja w handlu zagranicznym na Rosję i Ukrainę jest stosunkowo niewielka to i tak jest większa niż w przypadku UE i innych krajów rozwijających się. Ponadto geograficzna bliskość konfliktu zbrojnego i granica z trzema jego stronami mogą sprawiać, że złoty pozostanie bardziej wrażliwy na potencjalną eskalację także w przyszłości.
- Do utrzymania złotego na słabszych poziomach może przyczyniać się także stopniowe rozszerzanie się deficytu na rachunku obrotów bieżących, spowolnienie wzrostu gospodarczego jak również wysoka inflacja. Złotego wspierać mogą podwyżki stóp oraz napływ środków unijnych.

Rynek walutowy



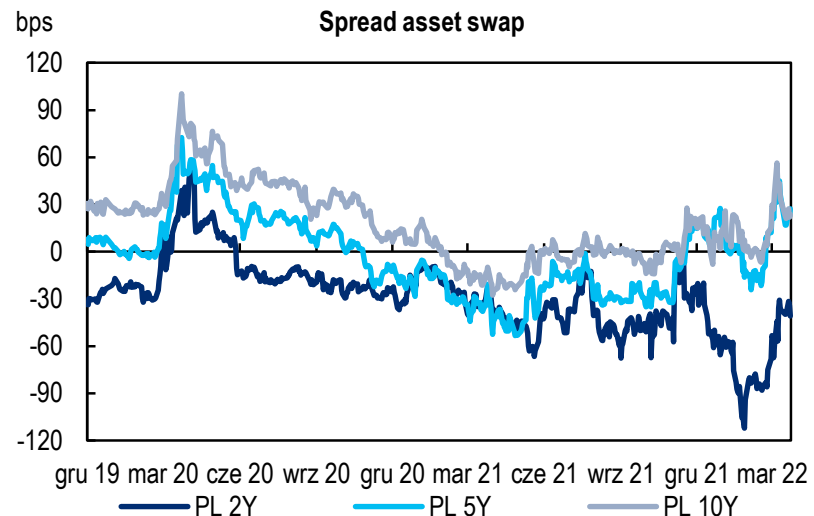
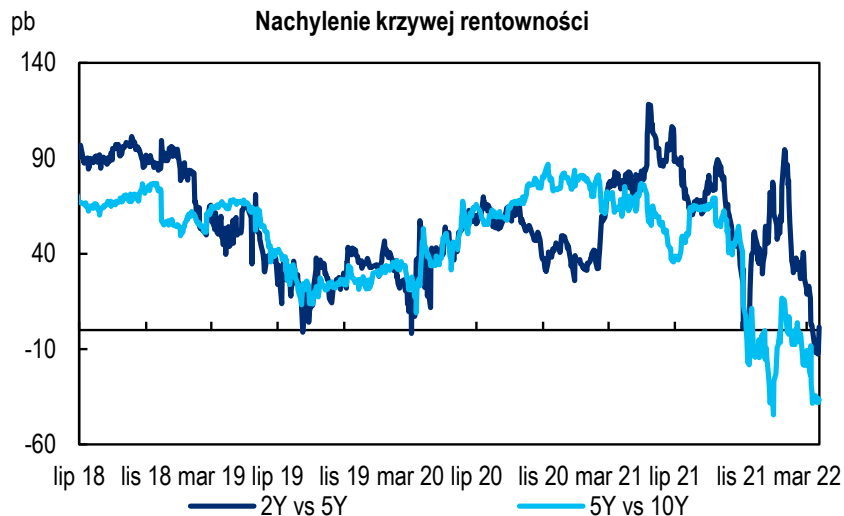
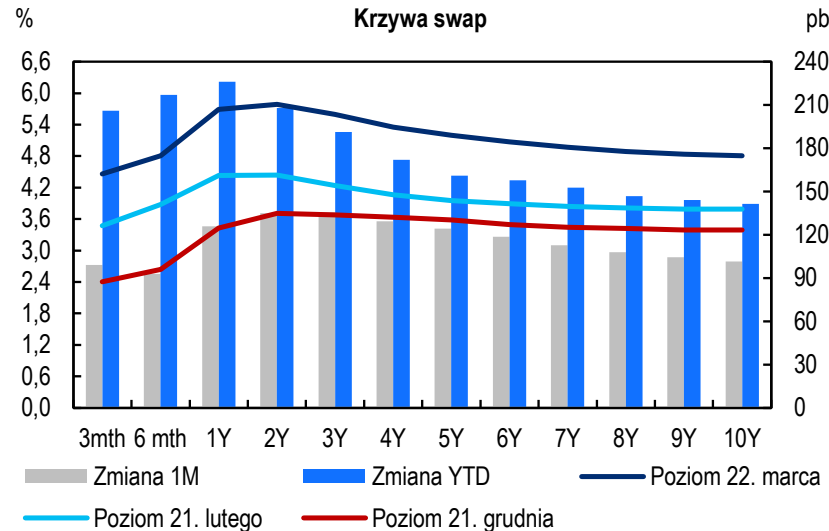
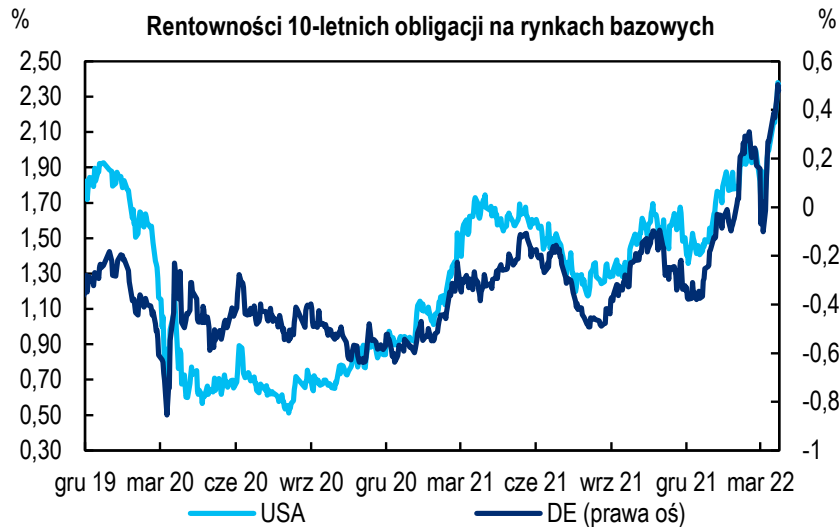
Rynek stopy procentowej



Rentowności coraz wyżej

- Ostatnie tygodnie przyniosły kontynuację wzrostowego trendu na rynku stopy procentowej za sprawą wzrostu oczekiwań odnośnie większej skali podwyżek stóp procentowych w obliczu rosnącej inflacji.
- Rentowności obligacji wzrosły o 120-180 pb, w tym większy ruch nastąpił na krótszym końcu krzywej dochodowości i doszło do jej wypłaszczenia. Ruch krzywej swap był analogiczny przy mniejszej skali wzrostu stawek o ok. 100-135 pb. Jednocześnie wobec wzrostu awersji do ryzyka oraz oczekiwań większego niż wcześniej zakładano deficytu fiskalnego nastąpił spory wzrost spreadu kredytowego asset swap, szczególnie w przypadku obligacji krótkoterminowych.
- Wobec znacznie mniejszej skali wzrostu rentowności na rynkach bazowych doszło do dalszego wzrostu dysparytetu wobec rentowności amerykańskich i niemieckich obligacji. Przy obecnym słabym poziomie złotego i mocnym dolarze widzimy szansę na zahamowanie trendu dezinvestycji inwestorów zagranicznych na krajowym rynku długu.
- W bazowym scenariuszu spodziewamy się stopniowego spadku inflacji po I kw. 23 r. z szansą obniżek stóp w II połowie przyszłego roku. Ryzyko utrzymania wysokiej inflacji i wyższego poziomu stóp przez dłuższy może utrzymać rentowności obligacji na dłużej.

Rynek stopy procentowej



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2021											2022	
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II
Strefa realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2,5	18,6	44,2	29,7	18,1	9,5	13,0	8,7	7,6	14,8	16,3	18,0	17,6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	4,0	18,2	-9,4	-0,9	3,8	-4,2	-2,7	10,9	2,1	4,9	-3,2	-4,0	3,6
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	2,5	20,6	50,2	32,2	19,2	9,4	13,1	7,8	5,3	12,8	3,2	20,9	21,0
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-16,9	-10,8	-4,2	4,7	4,5	3,2	10,2	4,2	4,1	12,7	3,1	20,8	21,2
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-3,1	15,2	21,1	13,9	8,6	3,9	5,4	5,1	6,9	12,1	8,0	10,6	8,1
Stopa bezrobocia (%)	6,6	6,4	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,5
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-1,7	-1,3	0,9	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5
Inflacja (% m/m)	0,5	1,0	0,8	0,3	0,1	0,4	0,3	0,7	1,1	1,0	0,9	1,9	-0,3
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	2,2	4,2	5,5	6,6	7,2	8,4	9,6	10,3	12,0	13,6	14,4	16,1	15,9
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	1,0	1,6	0,7	0,9	0,9	1,5	0,7	0,9	2,0	1,4	1,0	2,4	0,9
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	4,5	8,0	9,9	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	652	71	1.582	-38	-494	-1.362	-1.530	-651	-856	-628	-3.957	-64	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	2,7	2,7	2,8	2,6	1,8	1,5	1,1	0,7	0,2	-0,1	-0,9	-1,2	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	736	694	1463	221	515	-837	-1272	-77	-218	-242	-2535	-1186	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	21428	24703	23174	22739	23791	22258	21540	24645	25700	27414	24109	24669	-
Eksport (% r/r)	5,6	27,7	66,6	41,4	23,4	12,0	18,1	12,7	9,7	16,3	19,4	22,8	-
Import f.o.b. (mln EUR)	20692	24009	21711	22518	23276	23095	22812	24722	25918	27656	26644	25855	-
Import (% r/r)	6,0	23,6	55,6	52,7	36,6	20,8	30,7	21,8	20,9	29,5	35,9	37,5	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2021						2022						
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	16,3	14,4	11,2	9,0	7,4	8,8	9,1	8,6	8,6	10,1	8,9	7,7	8,0
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10,8	10,1	9,4	6,9	6,4	6,7	7,0	6,9	6,8	8,0	7,1	6,5	4,7
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	21,2	20,4	15,2	10,6	4,8	7,6	7,9	6,9	7,8	11,1	10,3	7,6	7,9
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	1,4	1,1	1,4	2,4	2,9	4,0	4,2	4,3	4,4	5,5	4,8	4,7	5,0
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-5,2	-8,4	-7,5	-5,2	-4,7	-1,9	-1,5	-0,2	0,9	1,5	4,2	3,9	7,3
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50	1,25	1,75	2,25	2,75
WIBOR 3M (średnio)	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,22	0,23	0,49	1,40	0,61	2,79	3,33
WIBOR 3M (koniec okresu)	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,23	0,23	0,74	2,06	0,00	3,02	3,65
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	-0,01	0,04	-0,01	0,09	0,08	0,02	0,01	0,16	1,54	2,10	0,00	3,60	3,72
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	0,16	0,09	0,11	0,31	0,39	0,45	0,49	0,82	2,07	2,84	0,00	3,70	4,08
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	0,88	0,84	0,95	1,28	1,28	1,08	1,20	1,57	2,41	3,20	0,00	4,12	4,30
EUR/PLN (koniec okresu)	4,52	4,66	4,57	4,48	4,52	4,57	4,54	4,63	4,62	4,68	4,60	4,60	4,69
USD/PLN (koniec okresu)	3,72	3,97	3,77	3,67	3,80	3,84	3,84	3,99	3,97	4,12	4,06	4,11	4,20
EUR/USD (koniec okresu)	1,21	1,17	1,21	1,22	1,19	1,19	1,18	1,16	1,16	1,14	1,13	1,12	1,12
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-0,9	3,4	-9,2	-9,4	-28,0	-35,3	-43,4	-47,6	-51,9	-50,4	26,3	-22,3	-11,3
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-0,8%	3,1%	-8,4%	-8,6%	-25,6%	-32,3%	-39,7%	-43,5%	-47,5%	-46,1%	24,1%	-74,6%	-37,7%

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, NBP, Citi Handlowy

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	675	657
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	2.920
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.238
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	5,4	5,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,7	3,9
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	7,9	-1,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	4,8	3,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	4,0
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	12,0	2,4
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	17,4	3,4
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	8,8
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	10,2
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,6	10,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	3,6	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	5,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	5,79
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	5,40
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,21
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,22
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,63
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,65

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-6,1	-14,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,9	-2,2
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,3	-8,0
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	333,0	331,4
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	333,3	339,4
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	28,7	27,8
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-29,7	-29,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-1,8	-3,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-0,6	-2,6
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	41,3	39,1

Prognozy długoterminowe

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,7	3,9	2,7	3,6	3,5	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	5,1	10,2	9,1	4,0	2,5	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,9	-2,2	-1,3	-1,0	-0,8	-0,6
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,75	5,50	3,50	2,50	2,50	2,50
USD/PLN (Koniec okresu)	4,06	4,21	4,06	3,83	3,53	3,25
USD/PLN (Średnia)	3,86	4,22	4,15	3,96	3,66	3,40
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,60	4,63	4,55	4,48	4,41	4,35
EUR/PLN (Średnia)	4,57	4,65	4,60	4,51	4,44	4,39



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.