

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciolek, CFA
Maciej Bącal
Maj 2023

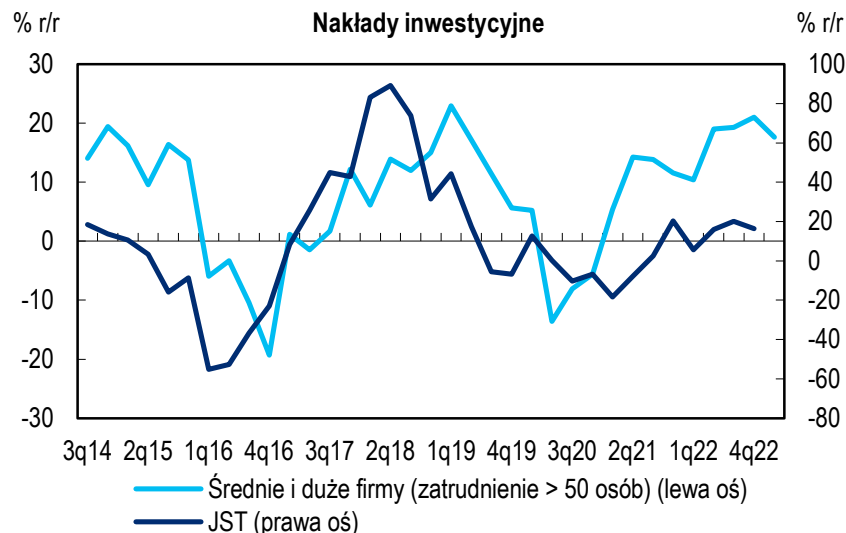
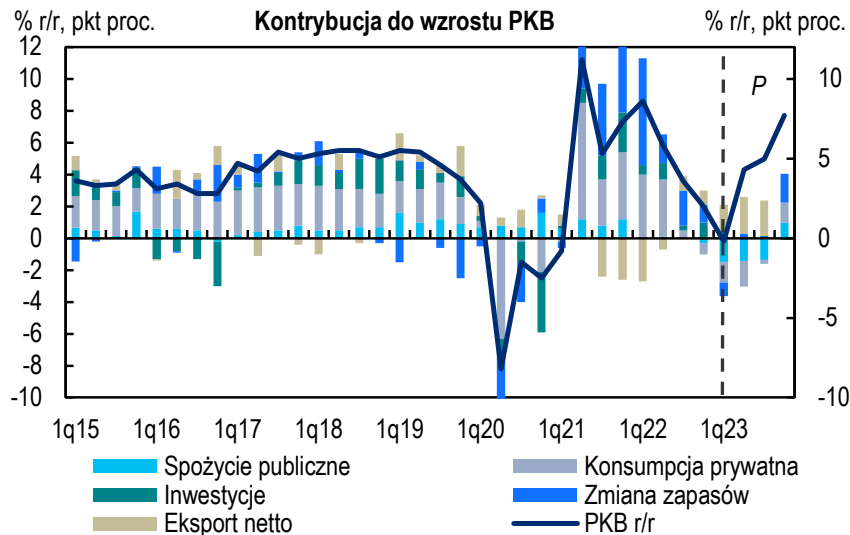
CitiMonthly

Blisko punktu zwrotnego?

Podsumowanie

- Choć spadek PKB na początku roku okazał się płytszy od prognoz, miesięczne dane za kwiecień przedstawiają mniej optymistyczny obraz. Produkcja przemysłowa spadła w minionym miesiącu bardziej niż zakładano, a rozczarowujące dane z otoczenia zewnętrznego (niemiecki przemysł) skłaniają do ostrożności.
- Z drugiej strony pozytywnym sygnałem może być wciąż bardzo dobra sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia w kwietniu okazała się niższa od prognoz, a płace rosną w dwucyfrowym tempie. Spodziewamy się, że w drugiej połowie roku realne wynagrodzenia ponownie zaczną rosnąć w ujęciu rok-do-roku (w ujęciu m/m wzrosty notowane są od lutego), przyczyniając się do punktu zwrotnego w konsumpcji.
- Wraz ze zbliżaniem się wyborów parlamentarnych, coraz więcej uwagi przyciąga możliwość dalszego wzrostu wydatków publicznych. Ogłoszone w maju propozycje (w tym przede wszystkim waloryzacja 500+) mogą kosztować około 0,8% PKB i zwiększyć nominalne PKB o około 0,5%.
- Wciąż nie jest jasne jakie zamiary ma RPP. Oficjalna komunikacja bezpośrednio po posiedzeniu Rady wydawała się chłodzić rynkowe oczekiwania na cięcie stóp procentowych, jednak to stanowisko mogłoby się zmienić w przypadku znacznie szybszego spadku inflacji. Nasz bazowy scenariusz zakłada pozostawienie stóp procentowych bez zmian do końca bieżącego roku.
- Kwiecień i maj przyniosły umocnienie złotego. Przyczyniała się do tego między innymi poprawa w bilansie płatniczym, głównie dzięki osłabieniu importu.

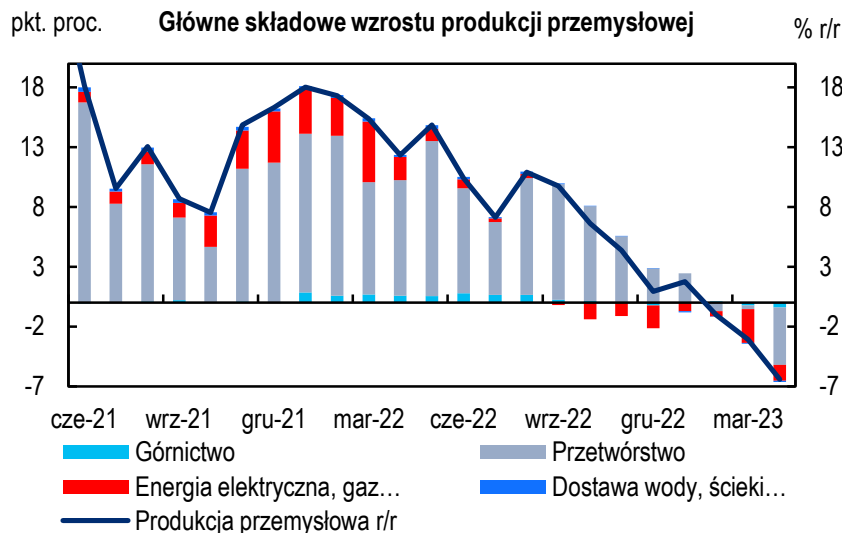
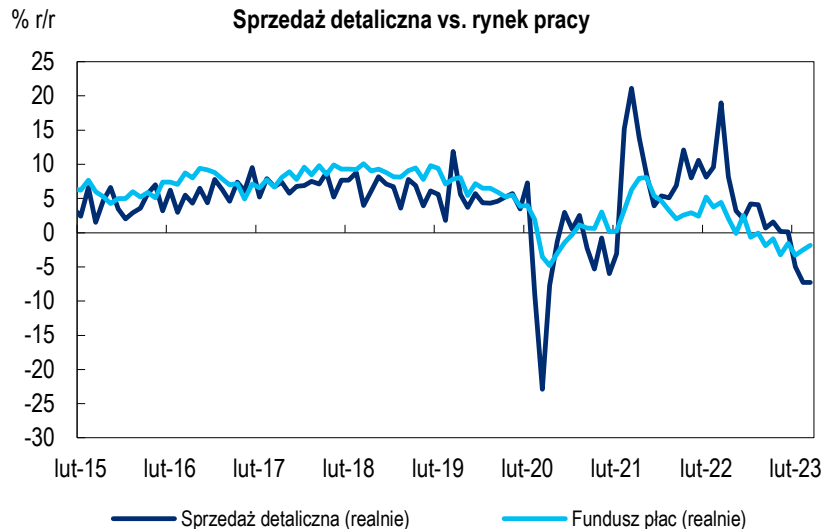
Na minusie, ale niewielkim



Spadek PKB

- W pierwszym kwartale gospodarka wyraźnie wyhamowała, a PKB okazał się o 0,2% niższy niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Był to pierwszy spadek w ujęciu rok-do-roku od wybuchu pandemii, choć znacznie mniejszy niż zakładały nasze i rynkowe prognozy.
- Na tym etapie nie jest jeszcze znana struktura PKB, ale można przypuszczać, że głównym czynnikiem obniżającym PKB był spadek konsumpcji, o czym świadczą choćby miesięczne dane o sprzedaży detalicznej na początku roku (str. 4).
- Inwestycje, w tym przede wszystkim inwestycje dużych przedsiębiorstw, wciąż pozostawały motorem wzrostu. W pierwszym kwartale nakłady większych firm zwiększyły się realnie o 7,2% r/r. Według naszych szacunków sam ten czynnik dodał do nominalnej dynamiki inwestycji ogółem około 3 pp.
- Lepsza od oczekiwań dynamika PKB pozwala na więcej optymizmu co do kolejnych kwartałów. Wzrosty płac realnych powinny przyczynić się do odbicia konsumpcji w II kwartale, a w inwestycjach trudno spodziewać się nagłego załamania.
- Biorąc to pod uwagę, w całym roku spodziewamy się wzrostu PKB o 0,3% r/r, jednak ostatnie dane sprawiają, że ryzyko dla tej prognozy widzimy po stronie lepszego wyniku.

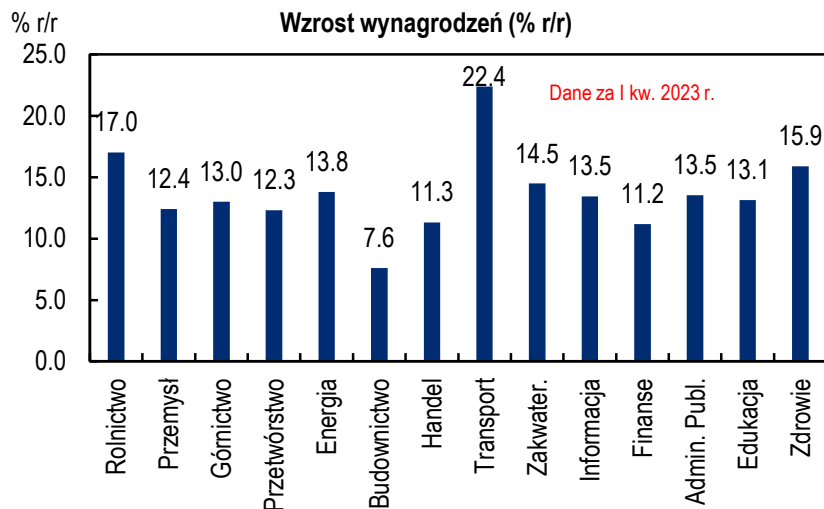
Konsumpcja i produkcja spadają



Aktywność w kwietniu mogła zaliczyć dołek

- Po rozczarowujących danych miesięcznych w pierwszym kwartale tego roku, odczyty w kwietniu nie pokazały znacznej poprawy rocznych dynamik w stosunku do marca.
- Tempo spadku sprzedaży detalicznej pozostało praktycznie bez zmian (-7,3% r/r). Rozbicie pokazuje, że negatywny wpływ na ogólny wynik wywierają paliwa oraz żywność, które są pod wpływem silnych efektów statystycznych, czyli ubiegłorocznych zakupów uchodźców z Ukrainy oraz zmian liczby dni roboczych. Odczyt okazał się jednak lepszy niż zakładały prognozy. Widzimy oznaki wskazujące, że dołek konsumpcji prywatnej mógł już zostać osiągnięty.
- Nieco bardzo pesymistyczne były dane o produkcji przemysłowej, gdzie notowany był spadek o 6,4% r/r wobec -3% miesiąc wcześniej. Ponadto pogorszeniu uległa również odsezonowana dynamika do -3,4% r/r (z -2,5%). Wciąż negatywnie na przemysł wpływa produkcja energii, jednak najmocniej za spadek w kwietniu odpowiadało przetwórstwo przemysłowe.
- Oczekujemy, że w pierwszej połowie roku produkcja przemysłowa powinna zaliczyć dołek, a od czerwca widzimy perspektywy na niewielkie wzrosty aktywności. Zagrożeniem dla tego scenariusza są jednak ostatnie słabsze dane z niemieckiego przemysłu.

Rynek pracy



Ciąg dalszy stabilizacji na rynku pracy

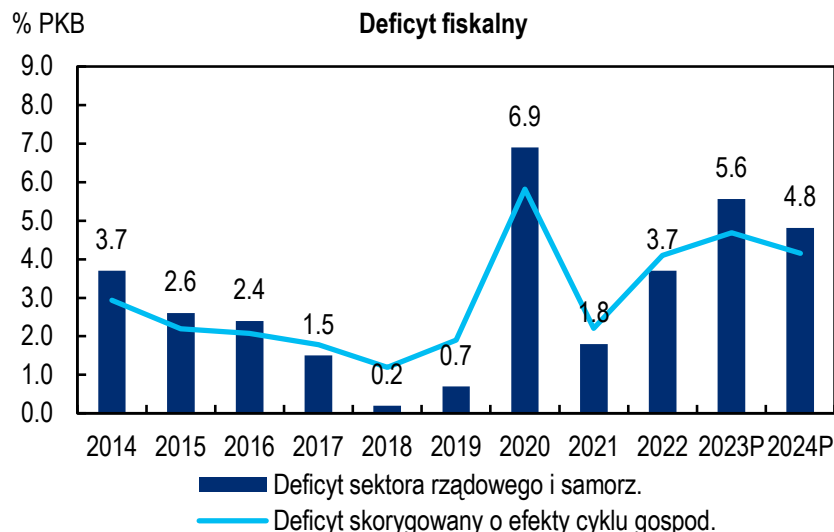
- W kwietniu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw nieznacznie wyhamowało - do 12,1% r/r z 12,6% r/r w marcu. Ponadprzeciętnie wysokie tempo wzrostu płac zostało odnotowane w sektorze górnictwym (49 % r/r), co najprawdopodobniej związane było z wypłatą premii kwartalnej.
- Sądzimy, że w ujęciu realnym płace z dużym prawdopodobieństwem osiągnęły już swój dołek, a biorąc pod uwagę szybkie spadki inflacji CPI, spodziewamy się powrotu dodatniej dynamiki realnych wynagrodzeń (w ujęciu r/r) już pod koniec II kwartału.
- Pomimo wielu symptomów spowolnienia aktywności gospodarczej widocznych w ostatnich danych o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej, popyt na pracę pozostaje wciąż na wysokim poziomie. Dynamika zatrudnienia po dość rozczarowujących odczytach w lutym i marcu, w kwietniu wzrosła o 0,4% r/r, minimalnie przebijając oczekiwania rynkowe. Stopa bezrobocia rejestrowanego natomiast obniżyła się w kwietniu do 5,2% z 5,4% w marcu.
- Kwietniowy zestaw danych utwierdza nas w przekonaniu, że krajowy rynek pracy pozostaje mocny, a prawdopodobieństwo jego znacznego „schłodzenia” w obliczu spodziewanego odbicia gospodarczego od II połowy roku pozostaje niewielkie.

Polityka fiskalna

Szacunkowy koszt planowanych zmian w polityce fiskalnej

	mld PLN	% PKB
Waloryzacja 500+	24.1	0.72
Darmowe leki dla dzieci i seniorów	4.3	0.13
Suma	28.4	0.84

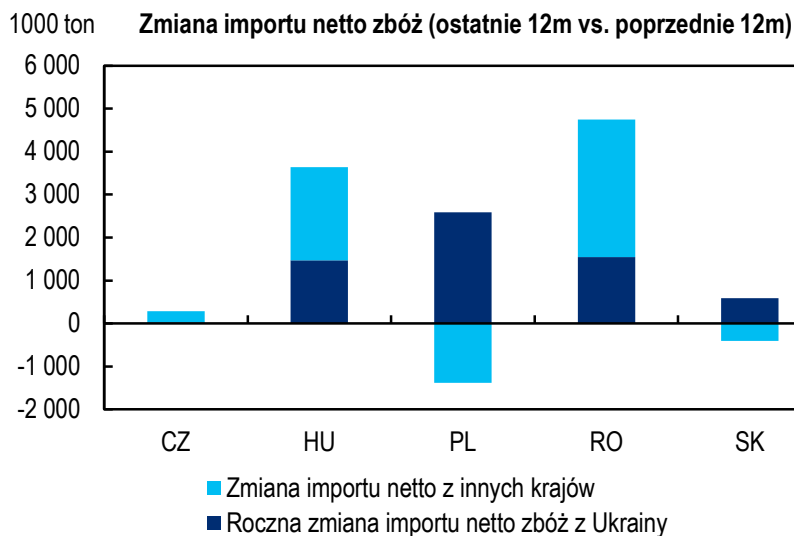
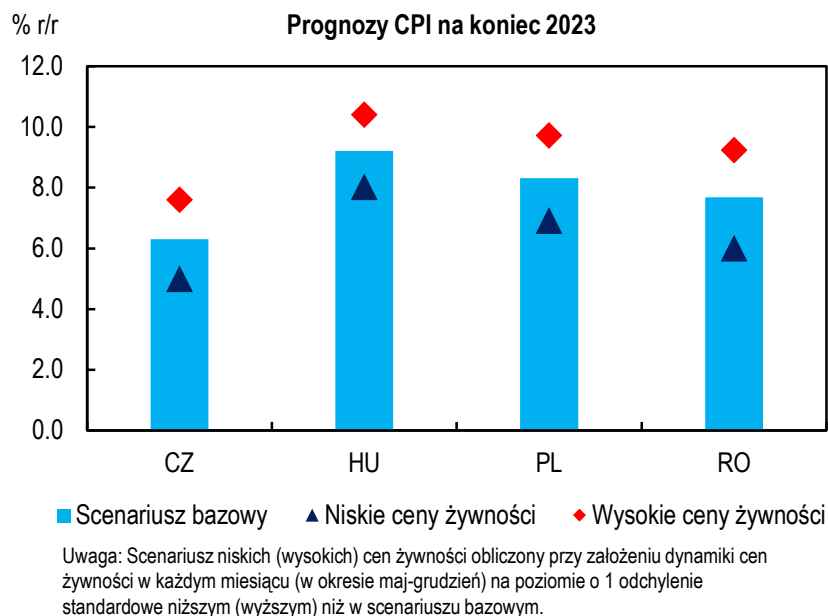
Uwaga: Szacunek kosztu „darmowych leków” oparty o ekstrapolację kosztów obecnego programu darmowych leków dla osób powyżej 70 roku życia. W rzeczywistości koszty mogą być niższe ze względu na inny zakres listy leków oraz mniejszą konsumpcję.



Nowy impuls fiskalny od 2024 roku

- Wraz ze zbliżaniem się wyborów parlamentarnych, coraz więcej uwagi przyciąga możliwość dalszego wzrostu wydatków publicznych.
- W maju przedstawione zostały propozycje programowe Prawa i Sprawiedliwości zakładające jednorazową waloryzację programu 500+ o 60%, darmowe leki dla dzieci i osób po 65 roku życia, a także darmowe (w pewnym zakresie) autostrady. Szacunkowy koszt tych zmian to około 0,8% PKB. Zakładamy, że powyższe zmiany zostaną przeprowadzone przez Sejm i Senat jeszcze przed jesiennymi wyborami.
- Przyjmując w miarę standardową odpowiedź gospodarki na powyższy impuls fiskalny, nominalny PKB mógłby być w 2024 roku o około 0,5% wyższy niż dotychczas szacowano. Spodziewamy się jednak, że ze względu na wysokie oczekiwania inflacyjne i wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych wzrost ten nastąpi głównie przez podwyżki cen, a nie wzrost realnego PKB.
- Uwzględniając dotychczasowe propozycje skorygowaliśmy naszą prognozę przyszłorocznego deficytu w górę i spodziewamy się, że wyniesie on 4,8% PKB. Najbliższe miesiące najprawdopodobniej przyniosą dodatkowe obietnice, co może dodatkowo zwiększyć deficyt i presję popytową w gospodarce.

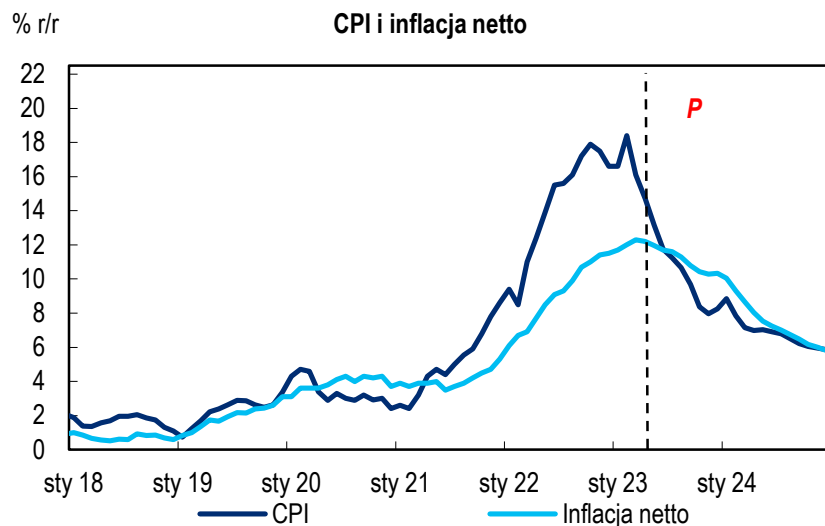
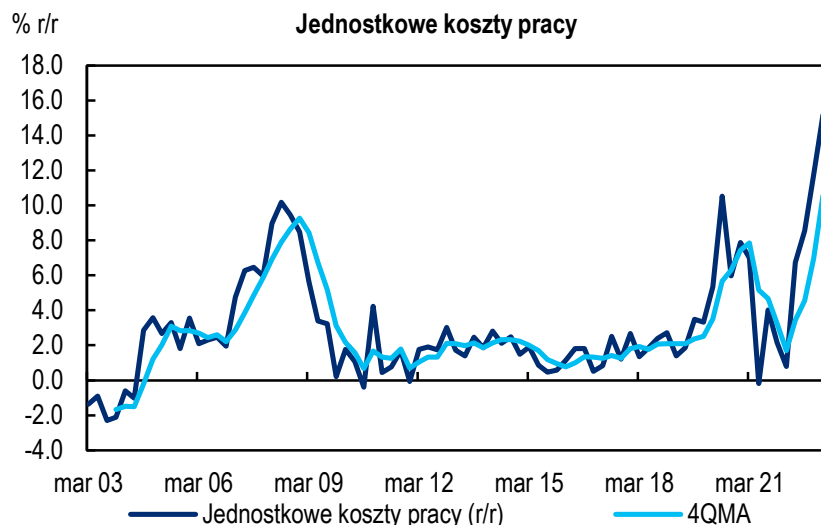
Inflacja hamuje...



Stopniowo w dół

- W kwietniu ceny towarów i usług konsumpcyjnych były o 14,7% wyższe niż rok wcześniej, ale jednocześnie wzrost ten był znacznie niższy niż w lutym (18,7%). Co prawda dwa miesiące spadku inflacji nie czynią jeszcze trendu, ale naszym zdaniem można z dużym prawdopodobieństwem zakładać, że tendencja ta utrzyma się do końca roku.
- Obniżaniu inflacji będą pomagać ceny żywności. Po pierwsze zeszłoroczne podwyżki cen w tej kategorii były wyjątkowo wysokie i trudno spodziewać się powtórzenia podobnego szoku. Do obniżenia inflacji nie trzeba szczególnie dobrych zbiorów - jakakolwiek normalizacja wystarczy aby spychać CPI w dół w dalszej części roku.
- Do tego dochodzi wysoka podaż produktów rolnych, między innymi na skutek importu z Ukrainy. Czynniki ten ma duże znaczenie w całym regionie, choć akurat Polska wydaje się być krajem, w którym część zboża została już re-eksportowana (wykres obok). Nadpodaż niektórych produktów żywnościowych wydaje się jednak prawdopodobna.
- W krótkim horyzoncie spadkowi inflacji powinny sprzyjać również niższe ceny paliw oraz stopniowe (choć nie za szybkie) słabnięcie efektów drugiej rundy wynikających z ubiegłorocznego szoku energetycznego.

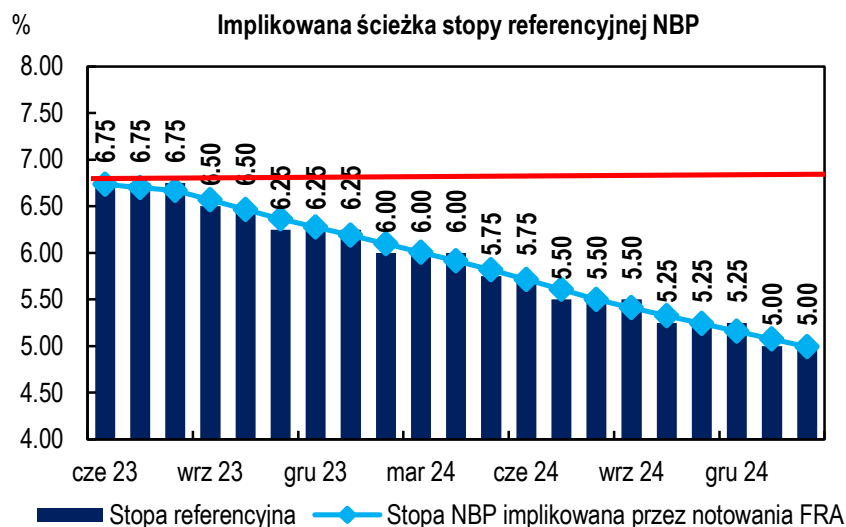
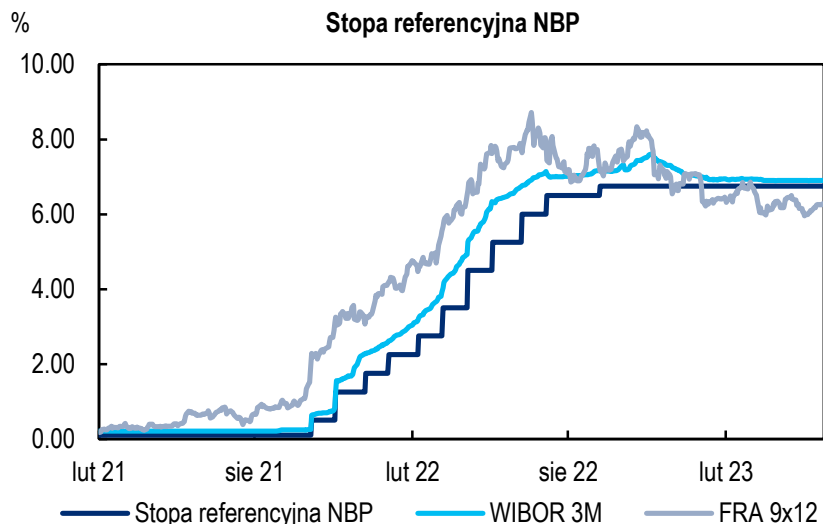
... ale problemy pozostają



Pomimo spadków inflacja wciąż wysoka

- Krótkoterminowe spadki nie powinny przysłaniać bardziej długotrwałych problemów inflacyjnych. Po pierwsze, pomijając spadki cen żywności i energii, w pozostałych kategoriach na razie nie widać przekonujących oznak osłabienia presji cenowej. Inflacja bazowa wciąż rośnie z miesiąca na miesiąc w zannualizowanym tempie około 13%. Z czasem sytuacja powinna zacząć się normalizować, ale ten proces nawet się nie zaczął, a już pojawiają się czynniki, które będą go utrudniać.
- Po pierwsze, dynamika płac na początku roku zaskakiwała mocno w górę, a jednostkowe koszty pracy rosną w bardzo szybkim tempie (wykres obok). Wzrost wynagrodzeń jest o ponad 9 punktów proc. wyższy niż poziom spójny z realizacją celu inflacyjnego. Z kolei niskie bezrobocie nie sugeruje na razie szybkiej normalizacji w tym zakresie.
- Dodatkowo, ogłoszone zmiany fiskalne (strona 6) mogą dodać do inflacji kilka dziesiątych punktu procentowego.
- W sumie nasza prognoza zakłada inflację bazową na poziomie około 6% na koniec 2024 roku, jednak powyższe czynniki oznaczają, że znaczne niespodzianki w górę stają się coraz bardziej prawdopodobne (na razie w naszej prognozie nawet nie uwzględniliśmy efektów pakietu fiskalnego).

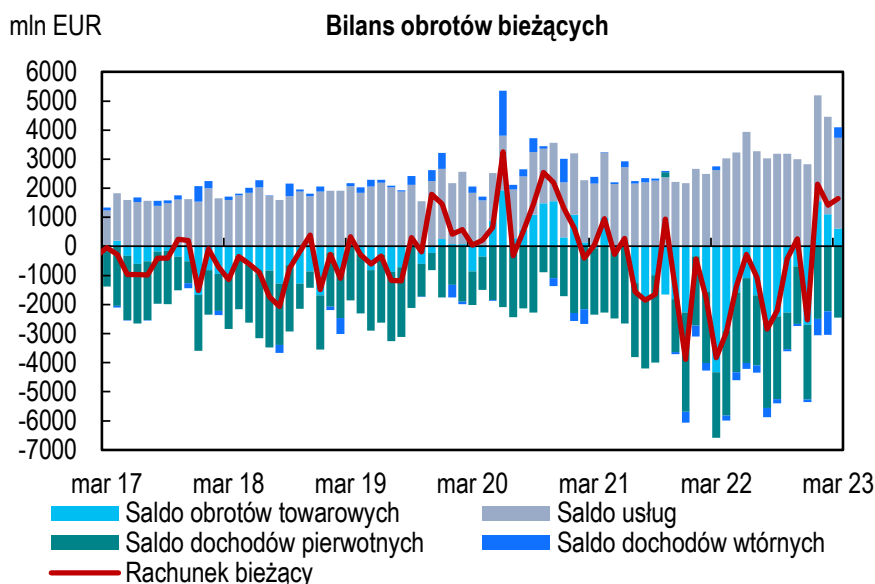
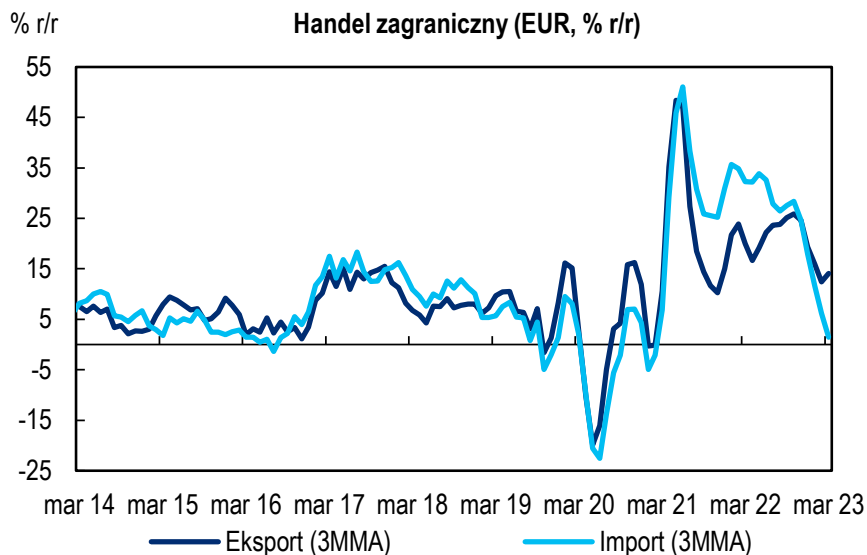
Polityka pieniężna wciąż bez zmian



Brak przestrzeni na cięcia,

- Majowe posiedzenie RPP przyniosło lekką „jastrzębią” niespodziankę. Co prawda stopy procentowe pozostały bez zmian (stopa referencyjna 6,75%), jednak prezes NBP zdecydował się na zaostrenie tonu i odrzucenie sugestii o możliwych przedwyborczych obniżkach. Nie wyeliminowało to całkowicie rynkowych oczekiwań na cięcie stóp, ale pomogło zmniejszyć ich skalę.
- Chociaż perspektywa wyborów parlamentarnych stwarza ryzyko wcześniejszego cięcia stóp, za takim ruchem nie przemawiają ani dane ekonomiczne, ani projekcja NBP.
- Ostatnia projekcja (przygotowana przy założeniu stałych stóp) pokazała inflację powyżej celu nawet pod koniec 2025 roku. Od tego czasu płace oraz inflacja bazowa zaskoczyły w górę (odpowiednio o 1 pp oraz 0,3 pp), a rząd ogłosił znaczne wydatki fiskalne. W takiej sytuacji lipcowa projekcja raczej nie powinna przynieść wystarczających argumentów aby uzasadnić łagodzenie polityki pieniężnej.
- Nasz podstawowy scenariusz niezmiennie zakłada pozostawienie stóp procentowych na poziomie 6,75% do końca bieżącego roku, a następnie obniżki w 2024 r. Dostrzegamy pewne ryzyko obniżki jeszcze przed wyborami, ale jednocześnie sądzimy, że skala obniżek w 2024 może być mniejsza niż zakłada rynek FRA.

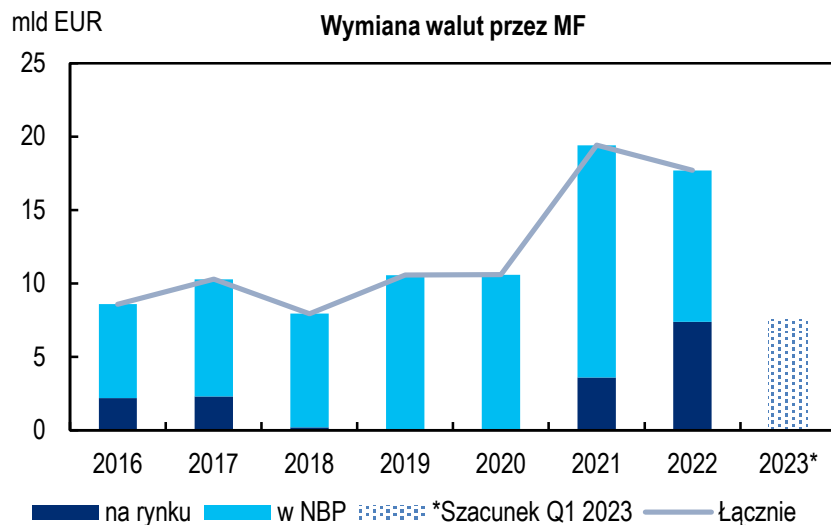
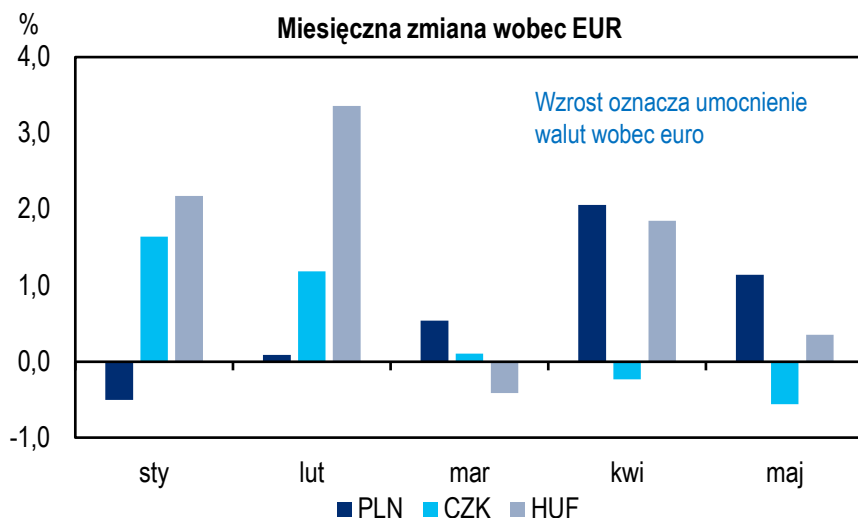
Bilans płatniczy



Nadwyżka w pełni

- W marcu nadwyżka na rachunku obrotów bieżących powiększyła się do 1,64 mld € wobec 1,41 mld € w lutym (po znaczącej rewizji z 2,59 mld €), tym samym odnotowując trzeci miesiąc z rzędu z solidnie dodatnim saldem handlowym.
- Dokonująca się od początku roku poprawa w saldzie wymiany międzynarodowej to w głównej mierze efekt znaczącego obniżenia się importu, na co z kolei wpływa ustępowanie negatywnych szoków *terms-of-trade*, spowodowanych spadkiem cen surowców. Spadkowi zakupów z zagranicy sprzyja też mniejsza akumulacja zapasów przez firmy i słabość popytu konsumpcyjnego, co z kolei potwierdzają dane o sprzedaży detalicznej.
- Mimo poddania lutowych danych wyraźnej rewizji w dół, według naszych szacunków, deficyt obrotów bieżących w ujęciu dwunastomiesięcznym zawężił się po marcu do 1,2% PKB, wobec 2% PKB miesiąc wcześniej.
- W kolejnych miesiącach spodziewamy się kontynuacji tego trendu, do czego przyczyniać będzie się relatywna odporność polskiego eksportu na słabnący popyt zagraniczny. Czynnikiem ryzyka, ograniczającymi szybki powrót do równowagi zewnętrznej pozostają: wzrost wydatków zbrojeniowych oraz ryzyko ponownego wzrostu cen surowców.

Rynek walutowy

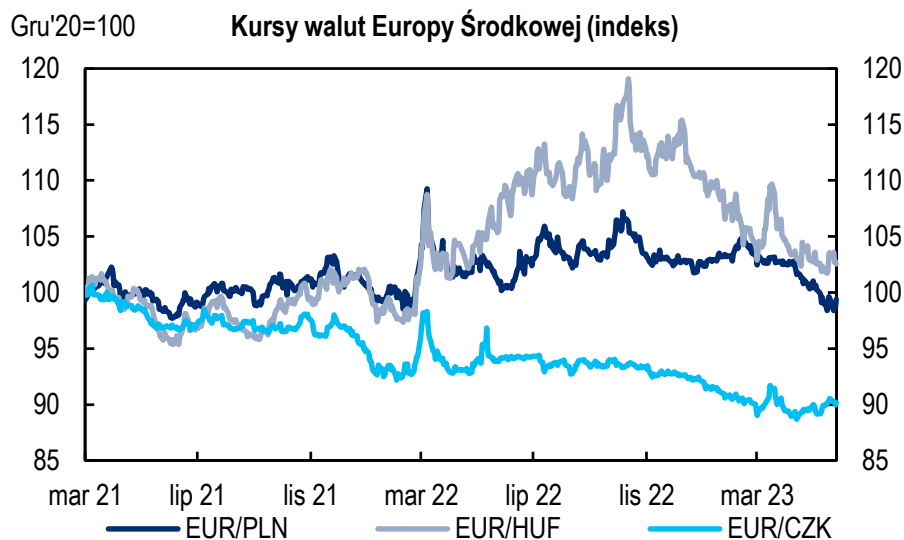
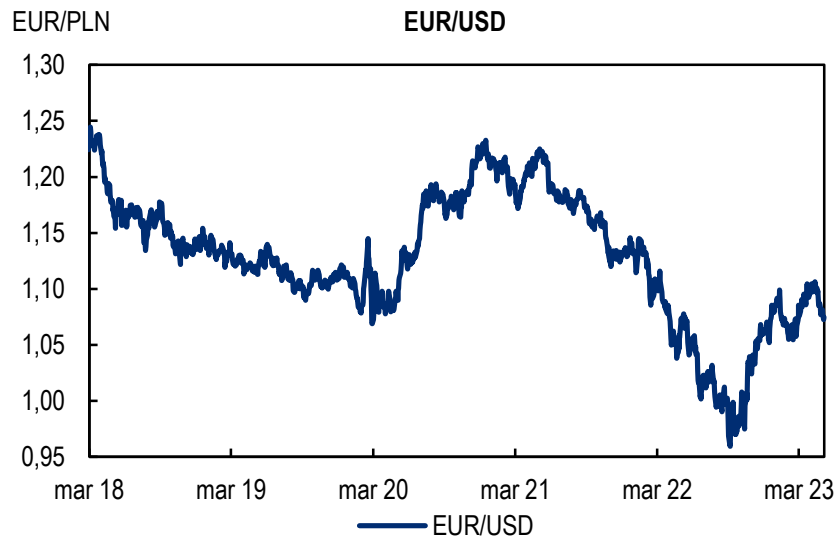
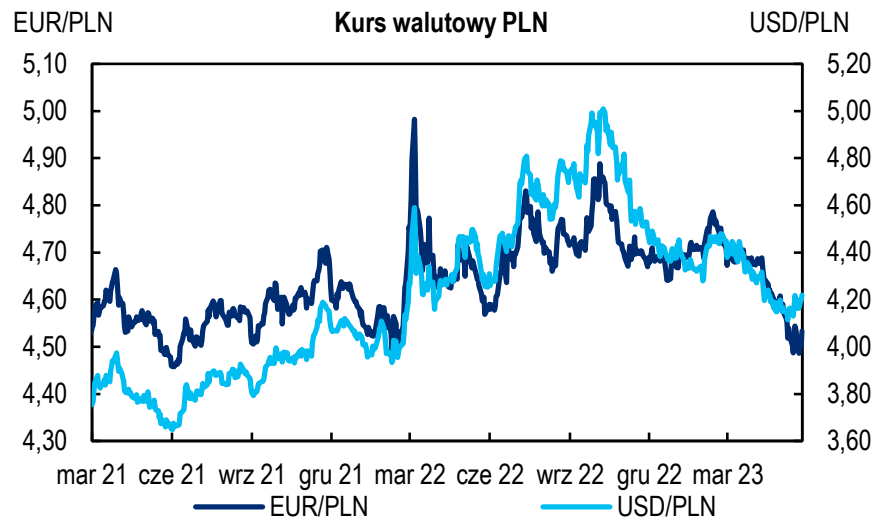
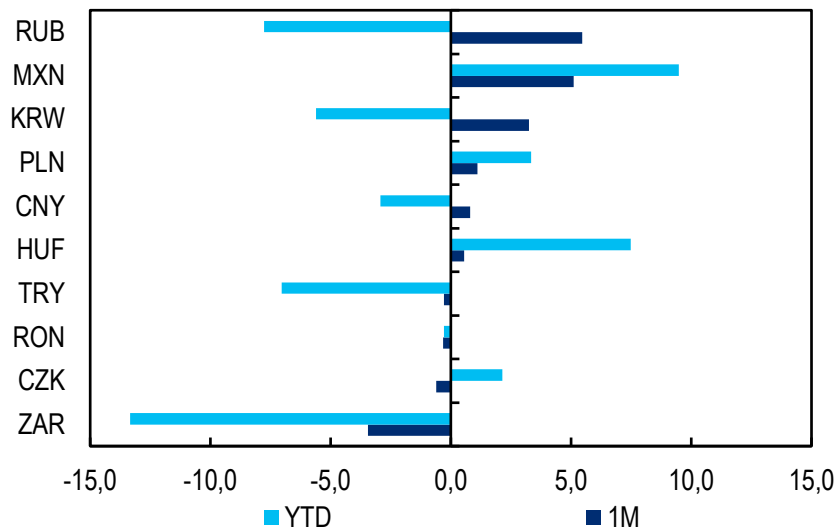


Silny złoty

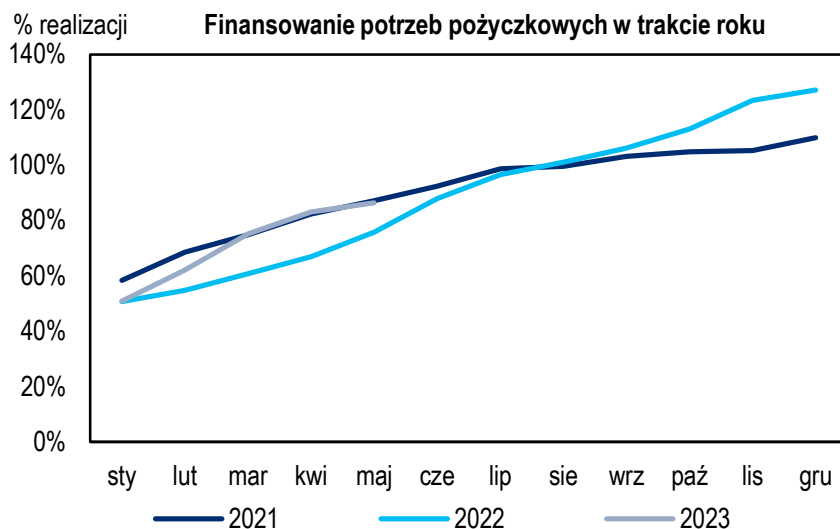
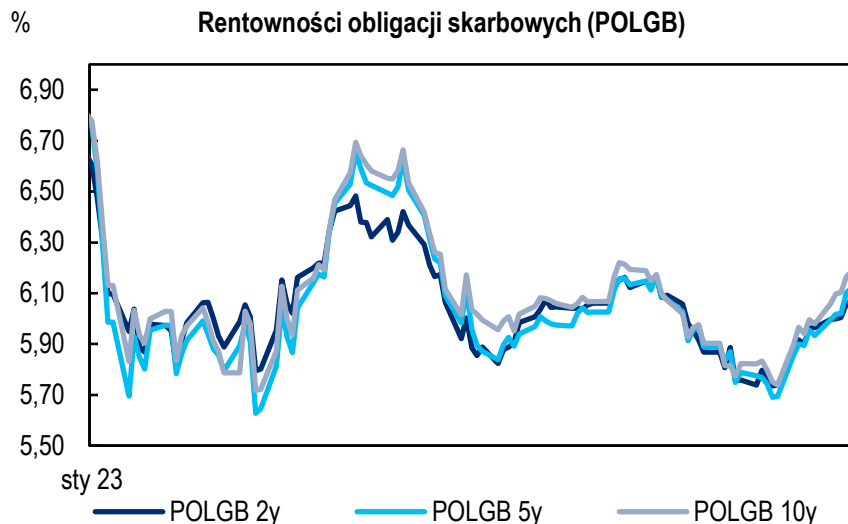
- Złoty kontynuował umocnienie w maju, co skutkowało nawet spadkiem pary EUR/PLN poniżej poziomu 4,50, a USD/PLN w pobliże granicy 4,10. W ostatnim miesiącu polska waluta radziła sobie najlepiej z krajów Europy Środkowo-Wschodniej, zyskując wobec euro ponad 1%, podczas gdy forint zyskał niecałe 0,5% a korona traciła ponad 0,5%.
- Fundamentalnie złotego wspiera poprawa bilansu na rachunku obrotów bieżących. Pierwsze trzy miesiące roku przyniosły zdecydowaną przewagę eksportu nad importem i zawężenie deficytu C/A.
- Za siłą złotego może również stać wymiana środków na rynku walutowym. W 2022 roku wzrósł udział wymiany środków w posiadaniu Ministerstwa Finansów bezpośrednio na rynku zamiast w NBP. Napływające środki walutowe w bieżącym roku również mogły być wymieniane na rynku.
- Kurs EUR/PLN wykazuje historycznie silną negatywną korelację z notowaniami EUR/USD, jednak pomimo umocnienia dolara nie doszło do istotnego osłabienia złotego.
- Uważamy, że po odrobieniu strat wynikających z rynkowego wzrostu awersji do ryzyka po wybuchu wojny w Ukrainie, pole do dalszego spadku notowań EUR/PLN jest ograniczone. Oczekujemy, że w dalszej części roku kurs EUR/PLN będzie się poruszał w paśmie 4,50-4,60.

Rynek walutowy

% Slabsza waluta EM **Stopa zwrotu EM FX vs. EUR** Silniejsza waluta EM



Rynek stopy procentowej



Rentowności obligacji odbiły od dołka

- Od końca ubiegłego miesiąca polska krzywa dochodowości przesunęła się od 20 pb do 30 pb w górę wobec tegorocznego dołka. Obecnie cała krzywa znajduje się powyżej 6%.
- Do wzrostu rentowności przyczyniła się zmiana oczekiwań dotyczących przyszłych decyzji w polityce pieniężnej. Po relatywnie jastrzębim wydźwięku majowego posiedzenia RPP, krzywa FRA przesunęła od 15 pb do 40 pb w górę w perspektywie 12 miesięcy, co przekłada się na zmniejszenie wyceny przyszłych obniżek stóp NBP.
- Zmiana na polskim rynku dłużnym była również ciągnięta przez wzrost rentowności na rynkach bazowych. Spread polskich obligacji 10-letnich wobec niemieckich wynosi niecałe 370 pb, nieznacznie poniżej tegorocznego dołka przy 350 pb.
- Stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych wynosi już 85%. Zbliżająca się kampania wyborcza rodzi ryzyko zwiększenia ekspansji fiskalnej, co miałoby wpływ na podaż obligacji skarbowych. W przeciwnym wypadku po lipcu zwiększy się skala prefinansowania potrzeb pożyczkowych na 2024 rok.
- Oczekujemy, że krzywa obligacji skarbowych utrzyma się blisko poziomu 6%, a w dalszej części roku jej wystromienie będzie wynikało ze spadku na krótkim końcu w oczekiwaniu na obniżki stóp procentowych.

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2022								2023				
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	12.3	14.9	10.4	7.1	10.9	9.8	6.6	4.4	0.9	1.8	-1.0	-3.1	-6.4
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-11.8	1.3	-0.3	-7.0	0.7	9.8	-0.9	2.8	-6.4	-3.2	0.6	14.0	-14.8
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	11.1	14.8	10.0	6.9	11.1	11.0	9.2	6.5	3.4	2.9	-0.8	-0.4	-5.6
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	9.0	13.0	6.0	4.1	5.9	0.2	3.9	4.0	-0.9	2.0	6.6	-1.6	1.2
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	19.0	8.2	3.2	2.0	4.2	4.1	0.7	1.6	0.2	0.1	-5.0	-7.3	-7.3
Stopa bezrobocia (%)	5.6	5.4	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2	5.5	5.5	5.4	5.2
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2.8	2.4	2.2	2.3	2.4	2.3	2.4	2.2	2.2	1.1	0.8	0.5	0.4
Ceny													
Inflacja (% r/r)	12.4	13.9	15.5	15.6	16.1	17.2	17.9	17.5	16.6	16.6	18.4	16.1	14.7
Inflacja (% m/m)	2.0	1.7	1.5	0.5	0.8	1.6	1.8	0.7	0.1	2.5	1.2	1.1	0.7
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	24.1	24.7	25.6	25.5	25.5	24.6	23.1	21.1	20.5	20.1	18.2	10.3	6.8
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	2.5	1.4	1.6	1.3	0.8	0.2	0.9	-0.3	0.6	2.1	-0.5	-0.6	-0.7
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	14.1	13.5	13.0	15.8	12.7	14.5	13.0	13.9	10.3	13.5	13.6	12.6	12.1
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-2963	-1373	-273	-1070	-2847	-2208	-416	262	-2530	2133	1410	1643	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-2908	-1589	-1091	-1690	-2555	-2411	-2272	-686	-2698	1559	1102	608	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	25730	27328	27430	25568	26025	28715	28568	30984	25834	27165	27352	30012	-
Eksport (% r/r)	16.7	27.5	22.4	20.9	28.1	26.5	23.2	24.2	10.6	13.1	13.5	15.5	-
Import f.o.b. (mln EUR)	28638	28917	28521	27258	28580	31126	30840	31670	28532	25606	26250	29404	-
Import (% r/r)	35.9	33.8	28.1	21.7	29.6	31.4	24.1	18.3	11.3	5.1	2.3	-3.0	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2022					2023							
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.2	7.6	6.5	6.2	7.4	7.7	7.0	5.6	5.4	6.9	7.4	6.5	6.7
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	2.5	2.3	1.8	1.8	2.3	3.5	3.6	2.9	3.2	4.0	6.5	9.5	10.1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	8.8	8.8	8.6	7.7	10.3	12.3	11.4	9.1	11.6	15.9	17.3	12.4	13.0
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	3.5	2.5	2.0	0.9	0.2	-0.4	-2.4	-3.4	-3.9	-4.4	-4.9	-5.1	-5.0
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	12.2	12.2	14.2	15.0	18.8	17.0	14.5	12.0	9.7	10.1	7.9	7.0	3.3
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	4.50	5.25	6.00	6.50	6.50	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75
WIBOR 3M (średnio)	5.38	6.32	6.75	6.93	6.94	7.06	7.24	7.33	7.01	6.85	6.83	6.82	6.80
WIBOR 3M (koniec okresu)	5.95	6.49	6.95	6.91	7.01	7.11	7.41	7.18	6.92	6.85	6.84	6.79	6.80
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	7.16	7.31	7.70	8.45	7.97	8.27	9.15	9.65	8.33	7.69	7.10	7.13	6.89
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	6.52	6.36	8.02	7.18	7.18	6.80	8.60	7.05	6.96	5.97	6.27	6.02	6.05
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	6.72	6.92	7.66	6.19	6.40	7.06	8.59	7.05	6.88	5.88	6.52	5.98	6.02
EUR/PLN (koniec okresu)	4.66	4.58	4.68	4.74	4.73	4.87	4.71	4.67	4.69	4.71	4.72	4.68	4.59
USD/PLN (koniec okresu)	4.41	4.27	4.48	4.64	4.74	4.95	4.73	4.51	4.40	4.35	4.45	4.29	4.18
EUR/USD (koniec okresu)	1.05	1.07	1.04	1.02	1.00	0.97	0.99	1.04	1.07	1.08	1.06	1.09	1.10
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-9.2	-12.1	-27.7	-34.7	-27.5	-27.5	-27.2	-18.3	12.4	-11.2	0.0	12.0	10.0
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-31%	-40%	-93%	-116%	-92%	-92%	-91%	-61%	42%	-17%	0%	18%	15%

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, NBP, Citi Handlowy

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	680	690	813	934
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.983	2.127	2.288	2.338	2.624	3.068	3.364	3.691
PKB per capita (USD)	13.689	15.348	15.528	15.689	17.858	18.107	21.356	24.572
Populacja (mln)	38.4	38.4	38.4	38.3	38.1	38.1	38.1	38.0
Stopa bezrobocia (%)	6.6	5.8	5.2	6.3	5.4	5.2	5.6	5.6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.1	5.9	4.4	-2.0	6.9	5.1	0.3	4.1
Inwestycje (% r/r)	1.6	12.6	6.2	-2.3	1.2	5.0	0.3	3.5
Konsumpcja (% r/r)	5.4	4.4	4.1	-1.5	5.8	2.0	-0.2	3.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6.3	4.4	3.5	-3.6	6.2	3.3	-1.1	3.6
Eksport (% r/r)	9.0	6.8	5.3	-1.1	12.3	6.2	2.9	7.5
Import (% r/r)	9.9	7.5	3.2	-2.4	16.1	6.2	-0.3	6.8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.1	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	8.3	5.9
Inflacja CPI (% średnia)	2.0	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	12.2	6.9
Place nominalne (% r/r)	5.9	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	10.3	8.0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3.5	7.4	4.7	4.7	5.3	1.2	2.5	5.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	1.50	1.50	0.10	1.75	6.75	6.75	5.25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.72	1.72	1.71	0.21	2.51	7.02	6.77	5.26
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3.30	2.81	2.07	1.25	3.71	6.88	6.00	5.85
USD/PLN (Koniec okresu)	3.47	3.76	3.79	3.77	4.04	4.38	3.98	3.93
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.14	3.95
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.58	4.67
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.59	4.63

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0.8	-11.4	-1.4	14.6	-9.8	-20.6	-8.2	-13.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0.2	-1.9	-0.2	2.4	-1.4	-3.0	-1.0	-1.5
Saldo handlu zagranicznego	1.5	-6.1	-4.9	7.9	-9.0	-25.6	-17.0	-23.1
Eksport	228.2	254.0	246.6	251.3	311.7	337.6	392.8	435.6
Import	226.6	260.1	251.5	243.4	320.7	363.2	409.8	458.7
Saldo usług	20.4	25.9	26.9	26.2	31.7	38.5	47.5	52.8
Saldo dochodów pierwotnych	-21.1	-22.6	-24.9	-22.8	-32.0	-31.3	-35.8	-39.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1.5	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.7	-5.6	-4.8
Saldo pierwotne sektora	0.1	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-2.3	-3.7	-2.4
Dług publiczny (Polska metodologia)	48.5	46.3	43.3	47.6	43.8	39.4	40.1	40.0

Prognozy długoterminowe

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	5.1	0.3	4.1	3.4	3.4	3.4
Inflacja CPI (% średnia)	14.3	12.2	6.9	3.9	2.6	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.0	-1.0	-1.5	-1.5	-1.3	-1.1
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	6.75	6.75	5.25	4.25	4.00	4.00
USD/PLN (Koniec okresu)	4.38	3.98	3.93	3.91	3.90	3.89
USD/PLN (Średnia)	4.45	4.14	3.95	3.92	3.90	3.89
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.58	4.67	4.71	4.73	4.74
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.59	4.63	4.70	4.72	4.74



Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Maciej Bącal

Stażysta

maciej.bacal@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

poland.research@citi.com

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.