

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciolek, CFA
Zuzanna Mroczka

Październik 2023

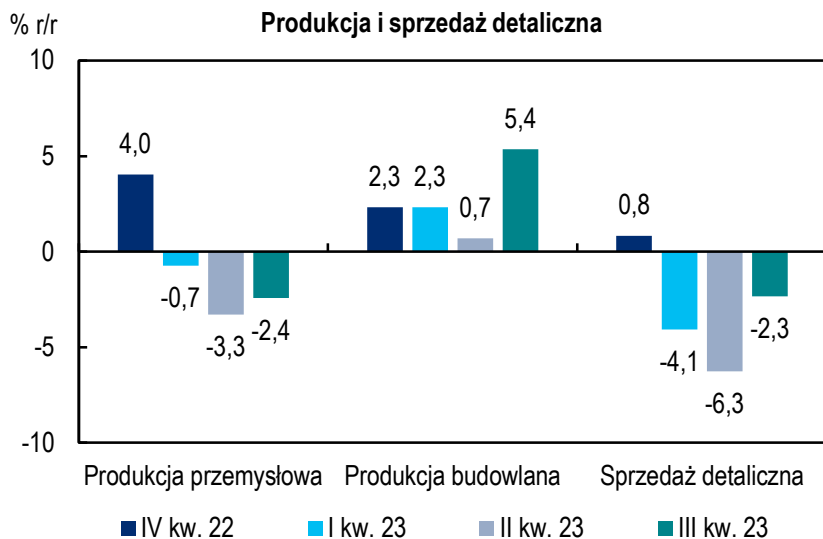
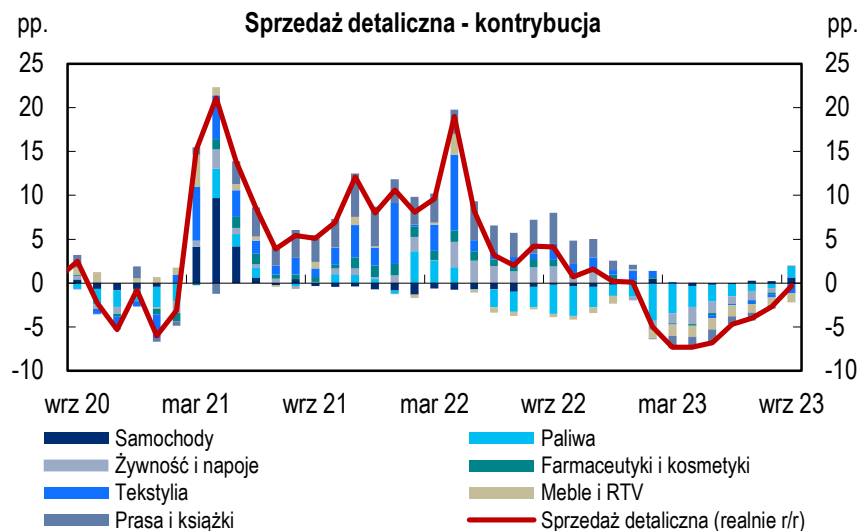
CitiMonthly

Nowy kierunek, stare problemy

Podsumowanie

- Wrześniowe dane z polskiej gospodarki wskazują na relatywnie silne odbicie aktywności. Sprzedaż detaliczna wzrosła w porównaniu z sierpniem, napędzana między innymi wzrostem realnych płac oraz wypłatami czternastek. Ten pierwszy czynnik powinien odgrywać rolę również w kolejnych miesiącach dzięki szybkiemu spadkowi inflacji i wolniejszemu hamowaniu płac.
- Odbicie uwidacznia się również w produkcji przemysłowej i budowlanej. W sumie dostępne wskaźniki sugerują, że PKB w III kwartale prawdopodobnie wzrosło w ujęciu rok do roku, co stanowiłoby istotną zmianę po dwóch kwartałach spadków. Nasza prognoza zakłada ponad 3% wzrost w 2024 roku, co byłoby wynikiem powyżej konsensusu rynkowego (ankieta Bloomberg: 2,6%). Ryzyko dla tego scenariusza wydaje się niesymetryczne i jest przesunięte w kierunku jeszcze wyższego wyniku, szczególnie w obliczu możliwego poluzowania fiskalnego.
- Proces tworzenia nowego rządu jeszcze na dobre się nie rozpoczął. Partie opozycyjne zadeklarowały jednak, że nie zamierzają dążyć do cięcia już zaaprobowanych wydatków, a jednocześnie zamierzają wprowadzić w życie swoje przedwyborcze propozycje. W praktyce oznacza to, że przyszłoroczny deficyt, który obecnie szacujemy na około 5% PKB, może w rzeczywistości okazać się jeszcze wyższy. Efektem byłby silniejszy wzrost popytu krajowego oraz wyższa inflacja.
- Rada Polityki Pieniężnej obniżyła w październiku stopę referencyjną o 25 pb do poziomu 5,75%. W listopadzie RPP zapozna się z wynikami nowej projekcji, co może wpłynąć na jej gotowość do dalszego luzowania polityki monetarnej w kolejnych miesiącach. Chociaż nasz podstawowy scenariusz zakłada w listopadzie jeszcze jedną obniżkę o 25pb (a następnie kilkumiesięczną przerwę), coraz bardziej prawdopodobnie wygląda scenariusz w którym Rada mogłaby wstrzymać się od cięcia już w listopadzie.

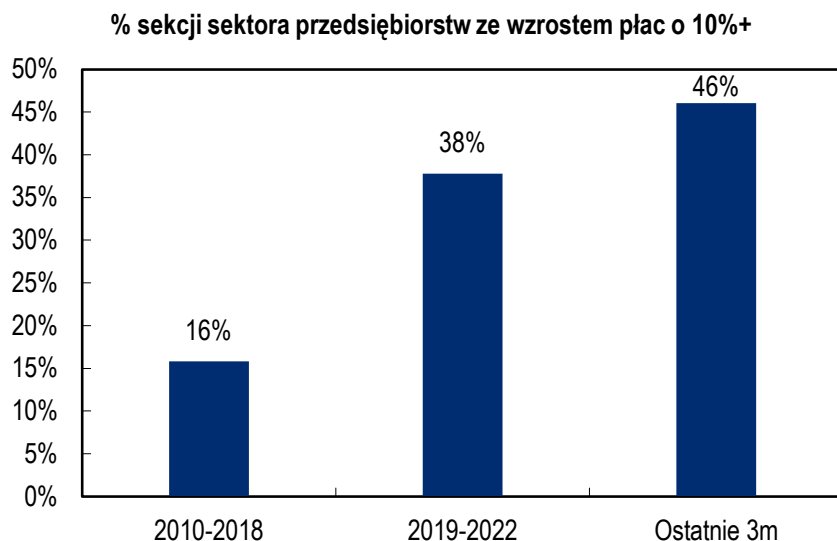
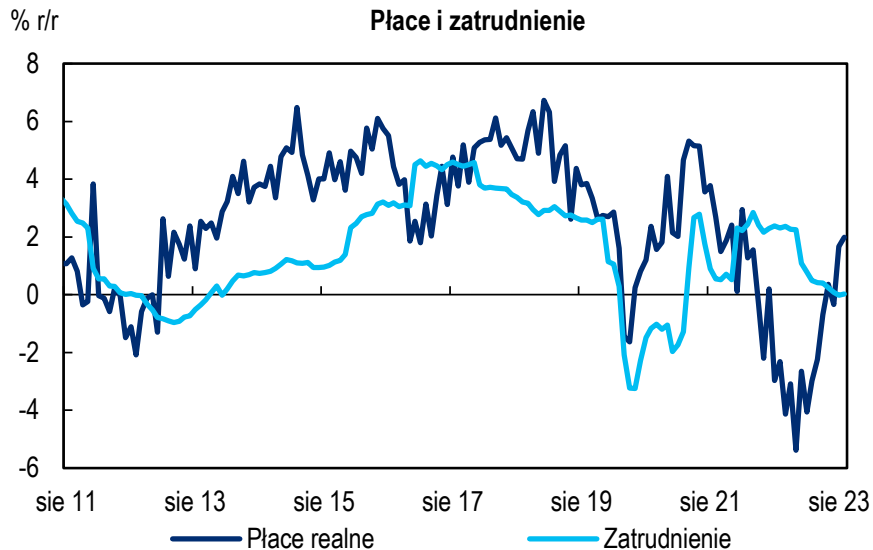
Obicie aktywności



Sprzedaż detaliczna ponownie zaskoczyła

- We wrześniu sprzedaż detaliczna obniżyła się o zaledwie 0,3% r/r (wobec -2,7% r/r w sierpniu). Taki odczyt wydaje się spójny ze wzrostem realnych wynagrodzeń oraz przypadającą na wrzesień wypłatą czternastej emerytury. Nie bez znaczenia była jednak zwiększona sprzedaż paliw (która w ujęciu rocznym wzrosła o 7,5%) na skutek tymczasowo niższych cen. Oczekujemy, że kontynuacja wzrostu płac realnych w nadchodzących miesiącach przyczyni się do dalszej poprawy sprzedaży detalicznej.
- W minionym miesiącu doszło do wyraźnego spadku produkcji przemysłowej (-3,1% r/r), jednak dane wyglądają zdecydowanie mniej pesymistycznie, gdy skorygujemy je o liczbę dni roboczych. W takim przypadku produkcja obniżyła się o zaledwie 0,9% r/r.
- Wciąż mocna pozostaje produkcja budowlano-montażowa, która wzrosła o 11,5% r/r, głównie dzięki budowie obiektów inżynierii lądowej.
- W sumie dane za cały III kwartał wreszcie wskazują na odbicie aktywności gospodarczej (wykres na dole). Gdyby próbować przełożyć te wyniki na dane o PKB, w III kwartale gospodarka zapewne lekko wzrosła w ujęciu rok do roku. W całym 2023 roku wzrost będzie wciąż bliski zera (słaba pierwsza połowa ma znaczenie), ale w 2024 roku gospodarka ma szansę wzrosnąć o ponad 3%.

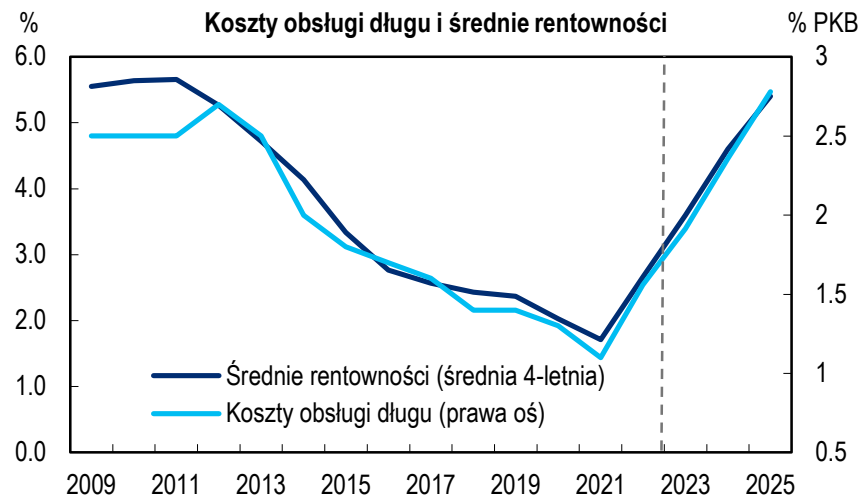
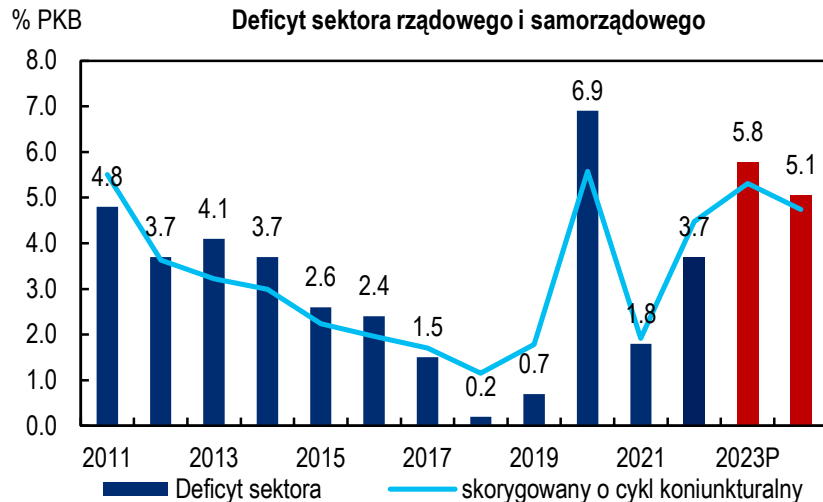
Rynek pracy



Wyraźny wzrost płac realnych

- We wrześniu wzrost przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw spowolnił do 10,3% r/r z 11,9% r/r w sierpniu, co jest najniższym wynikiem odnotowanym od początku 2023 roku. Hamowanie płac postępowało w ślad za spadkiem inflacji.
- Od niedawna obserwujemy spadek liczby sektorów, w których utrzymuje się dwucyfrowy wzrost płac – średnia z ostatnich trzech miesięcy zbliża się do średniej za okres 2019-2022. Największe wyhamowanie dynamiki wynagrodzeń zauważalne było w sektorze górniczo-wydobawczym oraz energetycznym.
- W ujęciu realnym płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 2% r/r (wobec 1,7% r/r w sierpniu), co jest wynikiem wciąż całkiem niezłego wzrostu wynagrodzeń nominalnych przy nieprzerwanie obniżającej się inflacji CPI. W nadchodzących miesiącach spodziewamy się dalszej poprawy dynamiki płac realnych, co przyczyni się do wzrostu popytu konsumpcyjnego.
- Zatrudnienie w ujęciu rocznym wciąż pozostaje na niezmiennym poziomie, natomiast w ujęciu miesięcznym zmniejszyło się o 6,1 tys., czyli ok. 0,1%.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego nieustannie od czerwca utrzymuje się na poziomie 5%.

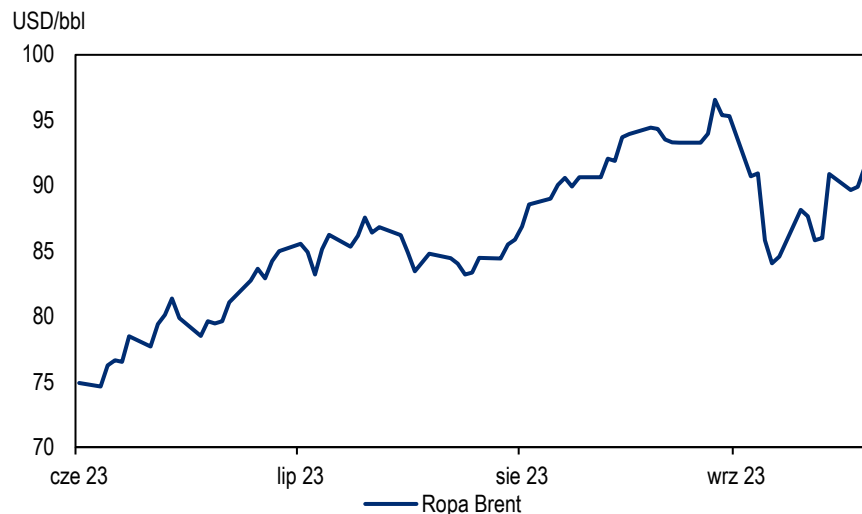
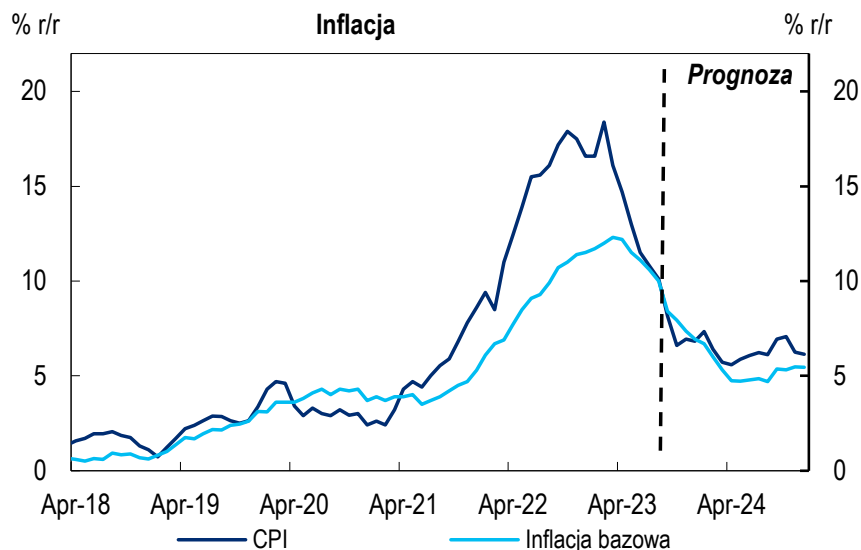
Powyborcza polityka fiskalna



Niepełny reset w polityce fiskalnej

- Wynik wyborów parlamentarnych sugeruje, że nowy rząd może zostać utworzony przez koalicję ugrupowań pozostających dotychczas w opozycji (KO, Trzecia Droga, Lewica). Proces ten może jednak zająć nawet dwa miesiące, a w tym czasie utrzymywać się będzie niepewność dotycząca zarówno składu, jak i priorytetów nowego gabinetu.
- Na tym etapie można zakładać, że nowy rząd podtrzyma największe wydatki socjalne wprowadzone jeszcze przed wyborami. Na pełen „reset” w tym zakresie nie należy więc liczyć. Co więcej, partie opozycyjne będą dążyły do wprowadzenia rozwiązań, które same zapowiadały podczas kampanii (np. podwyżki płac w sektorze publicznym, wyższa kwota wolna). Według naszych szacunków w przypadku propozycji samej KO, koszt tych rozwiązań można szacować na 3,0-3,5% PKB.
- Rozwiązania te zapewne będą wprowadzane stopniowo, a część może być odłożona w czasie. Niemniej o ile obecnie spodziewamy się, że deficyt w 2024 r. może wynieść około 5% PKB, wprowadzenie choćby części rozwiązań bez jednoczesnego znalezienia źródeł finansowania mogłoby popchnąć deficyt do około 6%. Z czasem ograniczeniem dla polityki fiskalnej stanie się również unijna procedura nadmiernego deficytu, którą Polska może zostać objęta w 2024 r.

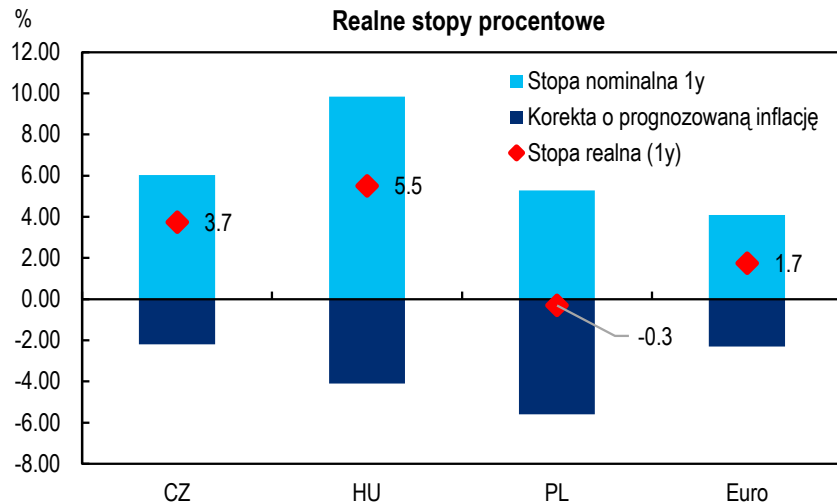
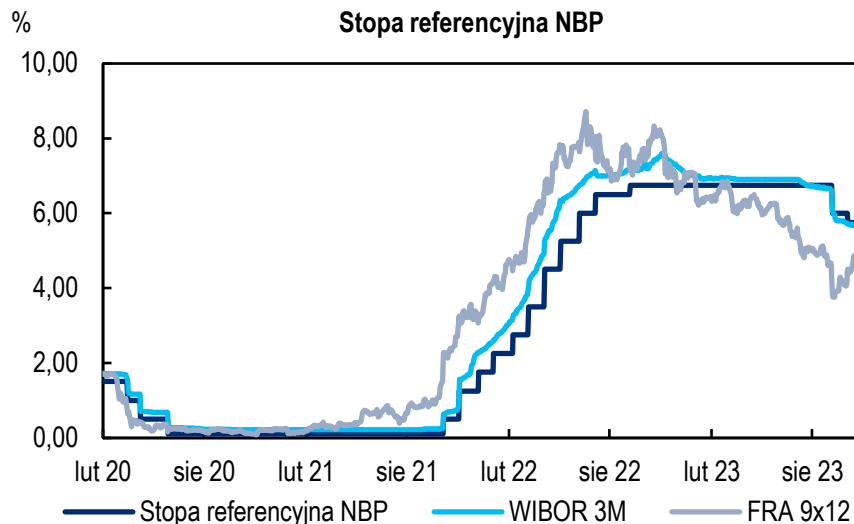
Jednocyfrowa inflacja



Inflacja może utknąć w okolicy 6%-7%

- We wrześniu inflacja kontynuowała dotychczasowe spadki i obniżyła się do poziomu jednocyfrowego (8,2% r/r). Z kolei inflacja bazowa – po wyłączeniu cen żywności, paliw oraz energii – po raz pierwszy od marca 2021 r. znalazła się powyżej wskaźnika CPI i wyniosła 8,4% r/r. Taka relacja łącznego oraz bazowego wskaźnika inflacji wskazuje, że w gospodarce wciąż utrzymuje się presja inflacyjna, a cel NBP jest wciąż odległy.
- Naszym zdaniem w październiku inflacja może spaść poniżej 7%. Za jej spadek wciąż odpowiada przede wszystkim efekt wysokiej bazy z zeszłego roku, kiedy w październiku 2022 r. silnie rosły ceny żywności. Ponadto ceny paliw w październiku wciąż pozostawały na niskich poziomach w relacji do cen ropy naftowej. Oczekujemy, że ceny paliw wzrosną w listopadzie co powinno wpływać na wyhamowanie dotychczasowego trendu dezinflacji.
- W przypadku inflacji bazowej szacujemy, że w październiku wyniosła ona około 7,9% r/r.
- Zakładamy, że do końca tego roku inflacja utrzyma się nieznacznie poniżej 7%, jednak decyzja o przywróceniu wyższej stawki VAT na żywność może doprowadzić do odbicia wskaźnika CPI na początku przyszłego roku. Według naszych szacunków w całym 2024 r. inflacja pozostanie w przedziale 6%-7%.

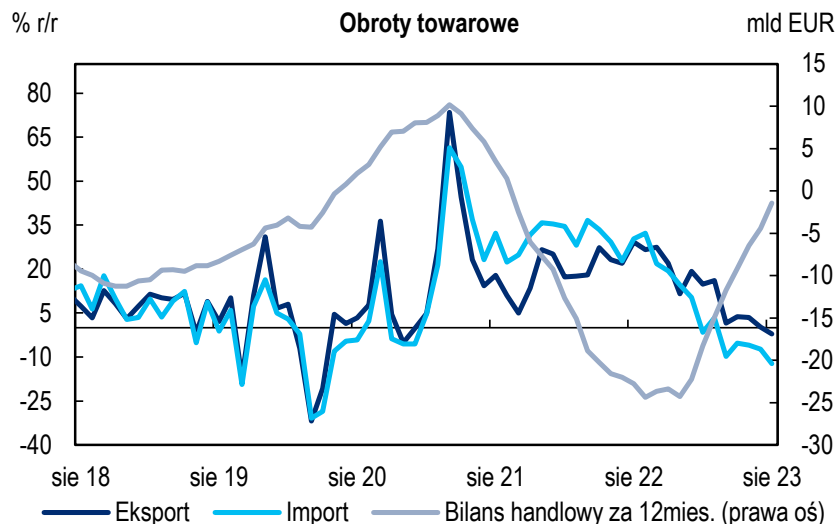
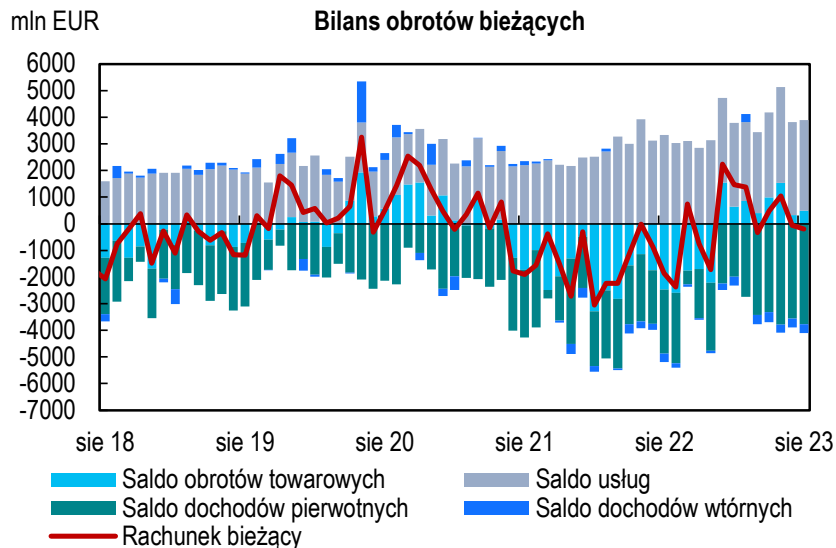
Polityka pieniężna



Punkt zwrotny?

- Zbliżające się listopadowe posiedzenie RPP będzie z wielu powodów ciekawe. Jeszcze w październiku Rada obniżyła stopę referencyjną o 25 pb do 5,75%, a ton wypowiedzi prezesa NBP wskazywał, że wkrótce może dojść do kolejnych cięć. Niemniej w listopadzie RPP będzie musiała się zmierzyć z kilkoma nowymi informacjami, które mogą wpłynąć na decyzje.
- Po pierwsze, NBP opublikuje nową projekcję makroekonomiczną. Jeżeli NBP potraktuje ostatnie cięcia cen energii i paliw jako przejściowe oraz uwzględni w projekcji wpływ ostatnich obniżek stóp procentowych, to ścieżka CPI w 2024 r. nie będzie wyglądać korzystnie. Po drugie, wynik wyborów parlamentarnych zwiększa szanse dodatkowego poluzowania polityki fiskalnej po i tak bardzo dużych wzrostach deficytu w 2023 r.
- Nasz scenariusz od dłuższego czasu zakłada, że przestrzeń do cięcia stóp procentowych będzie ograniczona. Spodziewamy się, że w listopadzie może dojść do jeszcze jednej obniżki o 25pb, po której nastąpi dłuższa przerwa (w całym przyszłym roku spodziewamy się co najwyżej dwóch obniżek). Główne ryzyko jakie widzimy dotyczy tego, że Rada może już listopadzie pozostawić stopy bez zmian, a do obniżek może powrócić dopiero gdy napływające dane pokażą rzeczywistą poprawę perspektyw inflacyjnych.

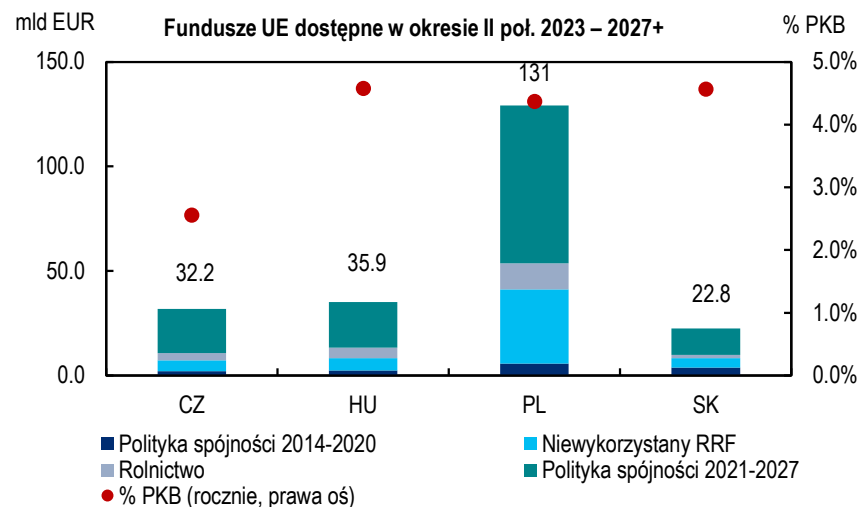
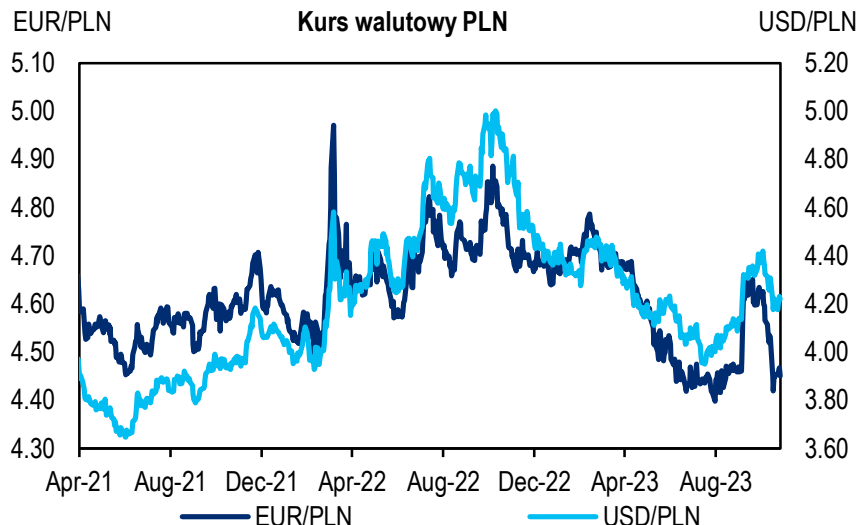
Bilans płatniczy



Eksport w dół

- W październiku poznaliśmy dane dotyczące bilansu obrotów bieżących za sierpień, a NBP jednocześnie znacznie zrewidował odczyty za poprzedni miesiąc. Dane z lipca zrewidowano z nadwyżki w wysokości 566 mln EUR do deficytu wynoszącego 62 mln EUR. W sierpniu deficyt wyniósł już 202 mln EUR. Skumulowane roczne saldo obrotów bieżących wciąż stanowiło jednak 0,3% PKB.
- Sierpień był pierwszym od dawna miesiącem, w którym nominalna wartość eksportu towarów była niższa niż przed rokiem (ostatni raz taka sytuacja miała miejsce w styczniu 2021 r.). W dalszym ciągu pogłębiały się spadki eksportu żywności oraz dóbr konsumpcyjnych. Co więcej, o wiele słabszy niż w poprzednich miesiącach okazał się wzrost eksportu środków transportu.
- Pogłębił się również spadek importu, który w ujęciu rocznym wyniósł -12,3% r/r. Poza paliwami, najsilniej obniżyła się wartość importowanych towarów zaopatrzeniowych oraz dóbr inwestycyjnych.
- NBP w komentarzu do bilansu płatniczego wskazuje, że obniżenie wartości obrotów towarowych jest wynikiem głębszych spadków cen eksportu i importu, co z kolei wynika z obniżek cen surowców i podstawowych produktów na rynkach światowych oraz z aprecjacji złotego. Jednocześnie jednak zmniejszyły się również wolumeny importu i eksportu.

Rynek walutowy

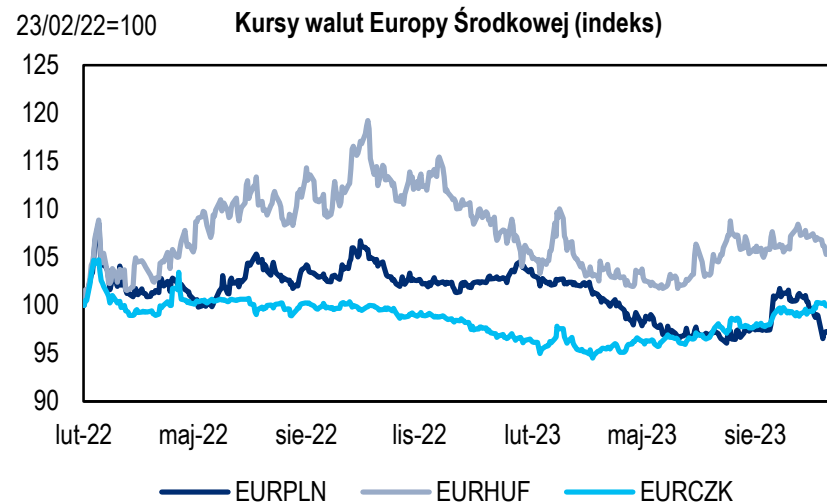
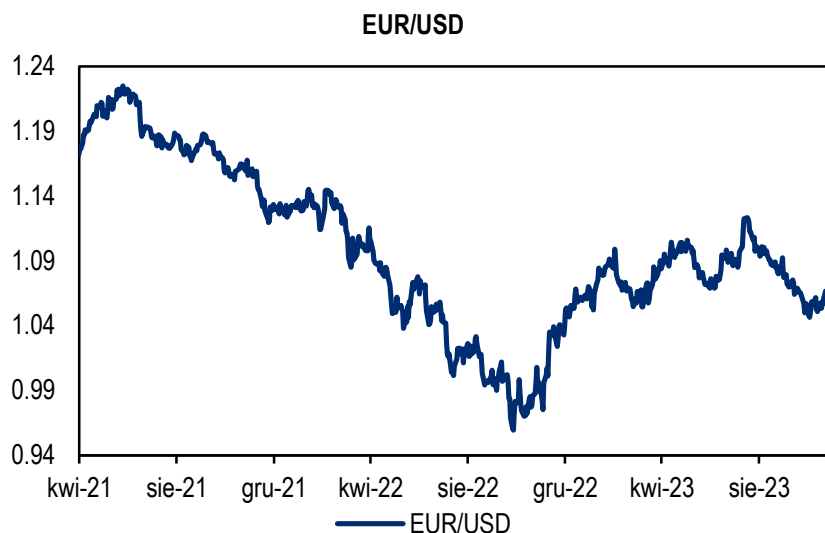
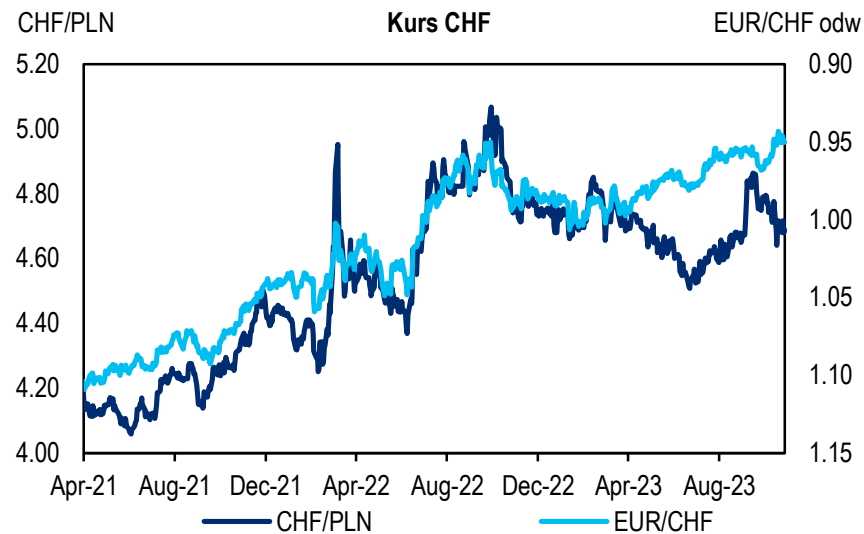
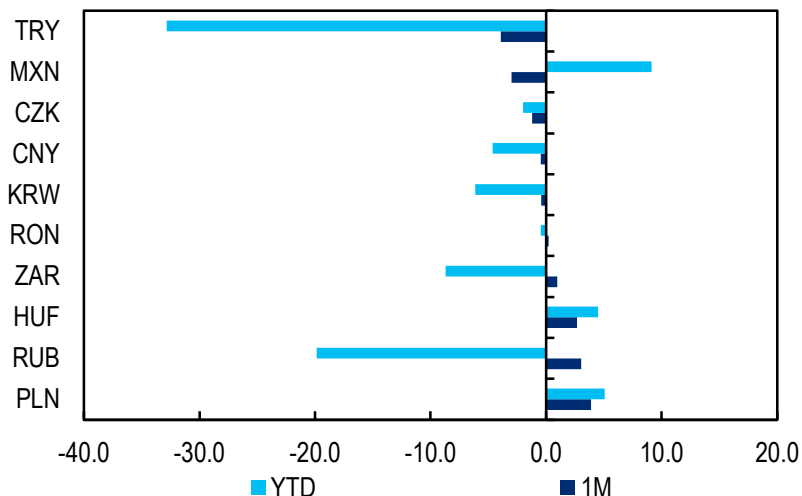


Wybory i mniejsze obniżki wsparły złotego

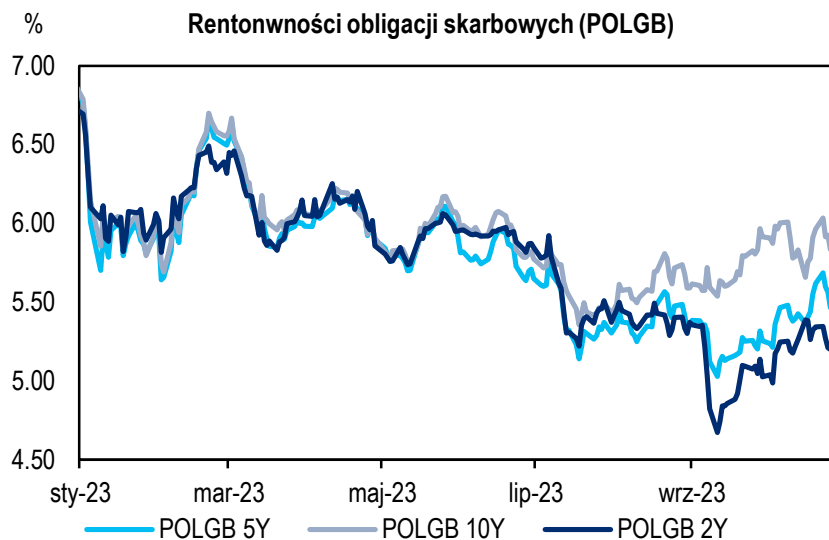
- Październik przyniósł zdecydowane umocnienie polskiej waluty. Kurs EUR/PLN spadł o blisko 20 groszy od końca września, a przejściowo notowany był nawet poziom w okolicy 4,40. Nieco mniejszy spadek (o ok. 15 groszy) zaliczyła para USD/PLN.
- Umocnienie złotego jest warte odnotowania, gdyż wydarzyło się w środowisku silnego dolara. Para EUR/USD utrzymywała się w październiku w okolicach poziomu 1,05, czyli blisko tegorocznego dołka. Zazwyczaj okresy siły dolara amerykańskiego sprzyjają osłabianiu, a nie umacnianiu walut EM.
- Wsparciem dla złotego było spowolnienie tempa obniżek stóp procentowych przez RPP (ruch o 25 pb zamiast 75 pb). Kluczowym czynnikiem wspierającym polską walutę był wynik wyborów parlamentarnych, który pobudził oczekiwania na zdecydowanie szybszy napływ środków z Unii Europejskich w ramach KPO. Dodatkowo, nie bez znaczenia była rewizja rynkowych oczekiwań odnośnie przyszłych decyzji RPP (rynek FRA dyskontuje obecnie mniej obniżek).
- Częściowo podzielamy rynkowy optymizm i zakładamy, że para EUR/PLN nie powinna powrócić w krótkim terminie powyżej poziomu 4,60. Jednak biorąc pod uwagę powolny napływ środków z UE oraz wciąż niskie realne stopy procentowe w Polsce, widzimy możliwość wzrostu kursu EUR/PLN nieco powyżej 4,5 przed końcem roku.

Rynek walutowy

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



Rynek stopy procentowej



Wypłaszczenie krzywej dochodowości

- W październiku obserwowaliśmy podwyższoną zmienność na polskim rynku stopy procentowej na co wpływały zarówno decyzja RPP, jak i wybory parlamentarne. W trakcie miesiąca doszło do wypłaszczenia krzywej dochodowości, a spread 10y-2y spadł z blisko 90 pb na koniec września do około 60 pb (przejściowo notowany był on nawet poniżej 30pb).
- Zauważalnie w górę przesunęły się rentowności obligacji na krótkim końcu krzywej dochodowości, co odzwierciedla rynkowe oczekiwania na wolniejsze tempo obniżek stóp procentowych, niż jeszcze niedawno można było oczekiwać na podstawie retoryki RPP. Wpływa na to zarówno spowolnienie skali obniżek stóp w październiku wobec września, jak i oczekiwania, że po wyborach parlamentarnych i prognozach z raportu o inflacji (publikacja w listopadzie) Rada uzna, że inflacja pozostanie powyżej celu NBP przez dłuższy czas.
- Obligacje z dłuższym terminem do wykupu będą znajdowały się pod wpływem dużej emisji obligacji skarbowych. Utrzymanie wysokiego deficytu budżetowego może ograniczać pole do szybkiego spadków długiego końca krzywej SPW.
- Oczekujemy, że na koniec tego roku obligacje 2-letnie będą notowane w okolicy 5,30%, 5-letnie przy 5,65%, a 10-letnie na 5,85%.

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2022				2023								
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	9.8	6.6	4.4	0.9	1.8	-1.0	-3.1	-6.0	-2.8	-1.1	-2.3	-1.9	-3.1
Produkcja przemysłowa (% m/m)	9.8	-0.9	2.8	-6.4	-3.2	0.6	14.0	-14.4	4.7	1.5	-8.1	1.2	8.4
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	11.0	9.2	6.5	3.4	2.9	-0.8	-0.4	-5.4	-2.2	-0.3	-2.1	-2.0	-3.7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	0.2	3.9	4.0	-0.9	2.0	6.6	-1.6	1.1	-0.6	1.6	1.1	3.5	11.5
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	4.1	0.7	1.6	0.2	0.1	-5.0	-7.3	-7.3	-6.8	-4.7	-4.0	-2.7	-0.3
Stopa bezrobocia (%)	5.1	5.1	5.1	5.2	5.5	5.6	5.4	5.3	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2.3	2.4	2.2	2.2	1.1	0.8	0.5	0.4	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0
Ceny													
Inflacja (% r/r)	17.2	17.9	17.5	16.6	16.6	18.4	16.1	14.7	13.0	11.5	10.8	10.1	8.2
Inflacja (% m/m)	1.6	1.8	0.7	0.1	2.5	1.2	1.1	0.7	0.0	0.0	-0.2	0.0	-0.4
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	24.6	23.1	21.1	20.5	20.1	18.2	10.3	6.2	2.8	0.3	-2.1	-2.9	-2.8
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.2	0.9	-0.3	0.6	2.1	-0.5	-0.6	-1.3	-1.9	-0.8	-1.1	-0.1	0.3
Place - sektor przedsiębiorstw. (% r/r)	14.5	13.0	13.9	10.3	13.5	13.6	12.6	12.1	12.2	11.9	10.4	11.9	10.3
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-2377	747	-748	-1722	2246	1467	1372	-330	491	1049	-62	-202	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-2592	-1767	-1693	-2208	1557	643	863	398	998	1534	319	491	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	28756	29227	30391	26392	28306	27041	31316	26393	28319	28586	25807	25704	-
Eksport (% r/r)	26.7	27.4	22.0	11.6	19.2	14.8	16.1	1.5	3.8	3.5	0.2	-2.2	-
Import f.o.b. (mln EUR)	31348	30994	32084	28600	26749	26398	30453	25995	27321	27052	25488	25213	-
Import (% r/r)	32.3	21.9	19.4	14.6	10.4	-1.6	3.3	-9.8	-5.3	-6.0	-7.3	-12.3	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2022				2023								
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.7	7.0	5.6	5.4	6.9	7.4	6.5	6.7	7.1	7.9	8.0	7.3	8.3
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	3.5	3.6	2.9	3.2	4.0	6.5	9.5	10.1	10.6	11.4	11.5	11.8	12.4
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	12.3	11.4	9.1	11.6	15.9	17.3	12.4	13.0	12.7	13.5	14.8	11.1	11.2
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	-0.4	-2.4	-3.4	-3.9	-4.4	-4.9	-5.1	-5.0	-4.5	-5.0	-4.9	-4.3	-3.9
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	17.0	14.5	12.0	9.7	10.1	7.9	7.0	3.3	1.9	0.8	-1.6	-6.1	-4.8
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.00
WIBOR 3M (średnio)	7.06	7.24	7.33	7.01	6.85	6.83	6.82	6.80	6.80	6.80	6.71	6.59	5.89
WIBOR 3M (koniec okresu)	7.11	7.41	7.18	6.92	6.85	6.84	6.79	6.80	6.80	6.80	6.66	6.55	5.67
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	8.27	9.15	9.65	8.33	7.69	7.10	7.13	6.89	6.96	6.34	6.46	6.18	5.56
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	6.80	8.60	7.05	6.96	5.97	6.27	6.02	6.05	5.99	5.75	5.37	5.42	5.04
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	7.06	8.59	7.05	6.88	5.88	6.52	5.98	6.02	5.99	5.63	5.30	5.56	5.25
EUR/PLN (koniec okresu)	4.87	4.71	4.67	4.69	4.71	4.72	4.68	4.59	4.54	4.45	4.41	4.47	4.64
USD/PLN (koniec okresu)	4.95	4.73	4.51	4.40	4.35	4.45	4.29	4.18	4.26	4.11	4.00	4.11	4.37
EUR/USD (koniec okresu)	0.97	0.99	1.04	1.07	1.08	1.06	1.09	1.10	1.07	1.09	1.10	1.09	1.06
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-27.5	-27.2	-18.3	12.6	-11.2	0.0	12.0	10.0	20.9	12.7	13.1	16.6	34.7
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-92%	-91%	-61%	42%	-17%	0%	18%	15%	31%	19%	19%	24%	51%

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	682	692	787	829
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.983	2.127	2.288	2.338	2.631	3.078	3.355	3.640
PKB per capita (USD)	13.689	15.348	15.528	15.689	17.908	18.170	20.677	21.824
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	0.1	3.3
Inwestycje (% r/r)	1.6	12.6	6.2	-2.3	1.2	5.0	7.9	0.7
Konsumpcja (% r/r)	5.4	4.4	4.1	-1.5	5.8	2.0	1.1	4.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6.3	4.4	3.5	-3.6	6.2	3.3	-0.2	5.1
Eksport (% r/r)	9.0	6.8	5.3	-1.1	12.3	6.2	-1.9	3.7
Import (% r/r)	9.9	7.5	3.2	-2.4	16.1	6.2	-6.3	5.3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.1	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	6.8	6.1
Inflacja CPI (% średnia)	2.0	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.6	6.3
Płace nominalne (% r/r)	5.9	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	10.5
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	5.50	5.00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.72	1.72	1.71	0.21	2.51	7.02	5.69	5.13
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3.30	2.81	2.07	1.25	3.71	6.88	5.85	5.45
USD/PLN (Koniec okresu)	3.47	3.76	3.79	3.77	4.04	4.38	4.33	4.22
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.26	4.39
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.52	4.58
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.58	4.57

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	10.0	2.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0.2	-1.9	-0.2	2.4	-1.4	-3.0	1.3	0.3
Saldo handlu zagranicznego	1.5	-6.1	-4.9	7.9	-9.0	-25.6	6.5	1.6
Eksport	228.2	254.0	246.6	251.3	311.7	337.6	357.2	376.3
Import	226.6	260.1	251.5	243.4	320.7	363.2	350.6	374.7
Saldo usług	20.4	25.9	26.9	26.2	31.7	38.5	41.7	44.4
Saldo dochodów pierwotnych	-21.1	-22.6	-24.9	-22.8	-32.0	-31.3	-36.3	-41.1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1.5	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.7	-5.8	-5.1
Saldo pierwotne sektora	0.1	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-2.1	-3.9	-2.7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48.5	46.3	43.3	47.6	43.7	39.3	41.3	42.1

Prognozy długoterminowe

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	5.1	0.1	3.3	3.3	3.4	3.4
Inflacja CPI (% średnia)	14.3	11.6	6.3	4.0	3.0	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.0	1.3	0.3	0.3	0.4	0.5
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	6.75	5.50	5.00	4.25	4.00	4.00
USD/PLN (Koniec okresu)	4.38	4.33	4.22	3.80	3.85	3.91
USD/PLN (Średnia)	4.45	4.26	4.39	3.96	3.83	3.88
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.52	4.58	4.55	4.57	4.59
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.58	4.57	4.56	4.56	4.58



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

Zuzanna Mrocza

Stażystka

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.