

Citi Monthly

Czekając na inflacyjny dołek

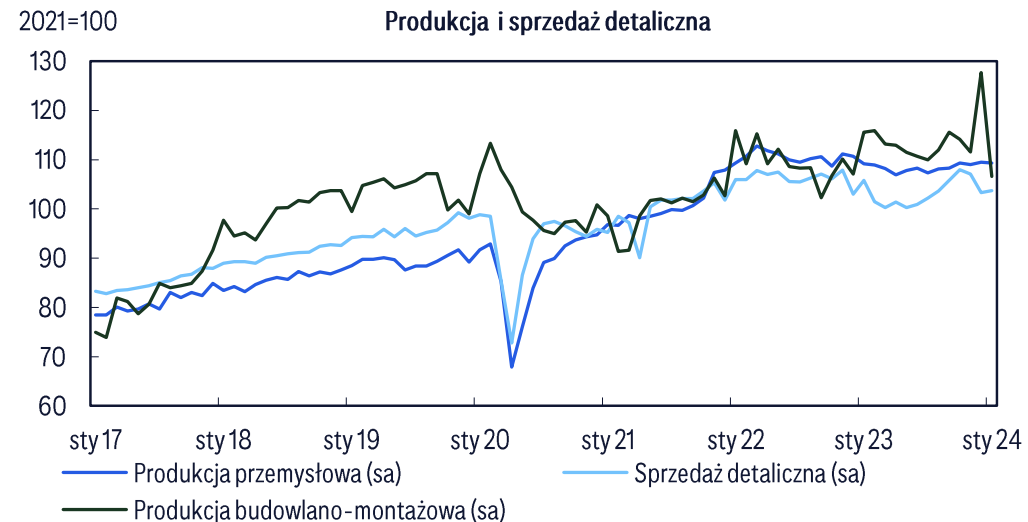
Podsumowanie

- Początek roku minął pod znakiem umiarkowanego wzrostu sprzedaży detalicznej oraz silnej dynamiki płac realnych. Ożywienie gospodarcze jest napędzane przez poprawiające się perspektywy konsumpcji, co pozwala skompensować słabość popytu zewnętrznego.
- Przedstawiciele Komisji Europejskiej zapowiedzieli odblokowanie funduszy z KPO i polityki spójności. W sumie oznacza to, że strumień środków unijnych będzie płynął szybciej, co powinno również ułatwić finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu. Pierwsze efekty w postaci wyższej dynamiki inwestycji mogą uwidaczniać się pod koniec roku, jednak wyraźniejszych efektów należy spodziewać się dopiero w 2025 r.
- Podwyżka VAT do 5% może zostać odłożona w czasie, co pozwoli inflacji najpierw spaść do około 2-2,5%, a następnie oscylować w tych okolicach w II kwartale. Niemniej w drugiej połowie roku CPI najprawdopodobniej ponownie wzrośnie do około 5%.
- Rada Polityki Pieniężnej trzyma się swojej, niedawno wypracowanej jastrzębiej retoryki. Komentarze płynące z banku centralnego sugerują, że stopy procentowe w kraju mogą pozostać bez zmian przez dłuższy czas, wbrew temu co wyceniają rynki finansowe. W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy stabilizację stóp przez cały bieżący rok.

Aktywność ekonomiczna

Produkcja słaba, jednak sprzedaż odporna

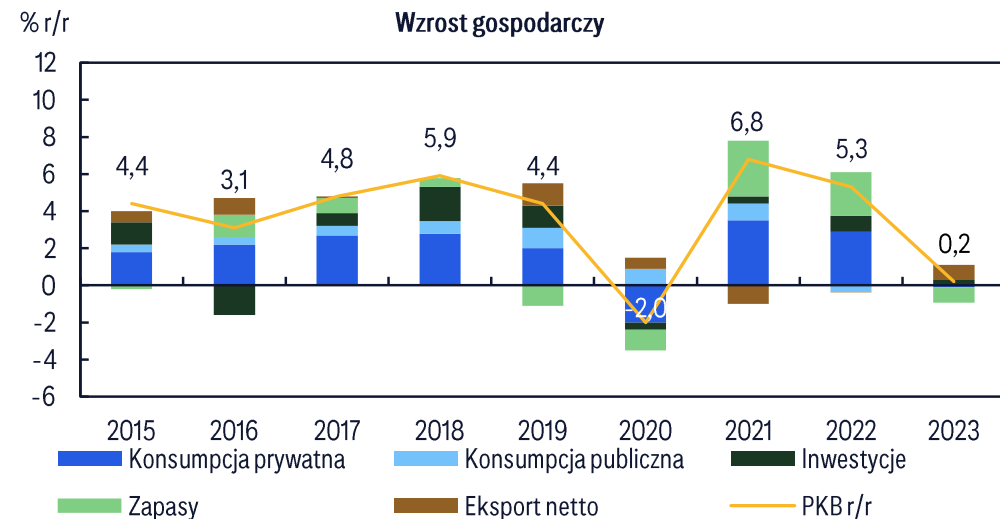
- Rozbieżność między aktywnością w przemyśle a handlem detalicznym staje się coraz bardziej widoczna. Z jednej strony dynamiki produkcji przemysłowej utrzymuje się na niższym poziomie niż oczekiwano jeszcze pół roku temu. W styczniu produkcja wzrosła w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku o 1,6%, ale w jednocześnie spadła o 0,2% m/m. Rozczarowujące wyniki w przemyśle są notowane w Niemczech i krajach regionu, co pozwala sądzić, że jest to objaw globalnych czynników (słaba aktywność w Chinach i rosnąca w związku z tym konkurencja), a nie wydarzeniami krajowymi.
- Tezę tę wydają się potwierdzać tendencje w sprzedaży detalicznej. W styczniu sprzedaż wzrosła o 0,4% w porównaniu z grudniem ubiegłego roku (oraz o 3% r/r) i choć nie był to bardzo silny wzrost, zaprzecza on wcześniejszym obawom o możliwość trwalszego spadku konsumpcji. Biorąc pod uwagę silne wzrosty płac realnych i fakt, że zazwyczaj przekładają się one na wydatki z pewnym opóźnieniem, silniejszego odbicia konsumpcji i sprzedaży spodziewamy się w kolejnych miesiącach.
- Na tym tle uwagę zwraca tąpnięcie w budownictwie. W styczniu produkcja budowlano-montażowa spadła o 6,1% r/r a także o 16,5% m/m (ten ostatni spadek po wyeliminowaniu czynników sezonowych), co na pierwszy rzut oka wydaje się wyjątkowo słabym wynikiem. Przypuszczamy, że styczniowy spadek jest do pewnego stopnia korektą zaskakująco silnego wzrostu z grudnia, a prawdopodobnie również konsekwencją gorszych warunków pogodowych w styczniu.



Perspektywy wzrostu

Rok 2024 rokiem ożywienia

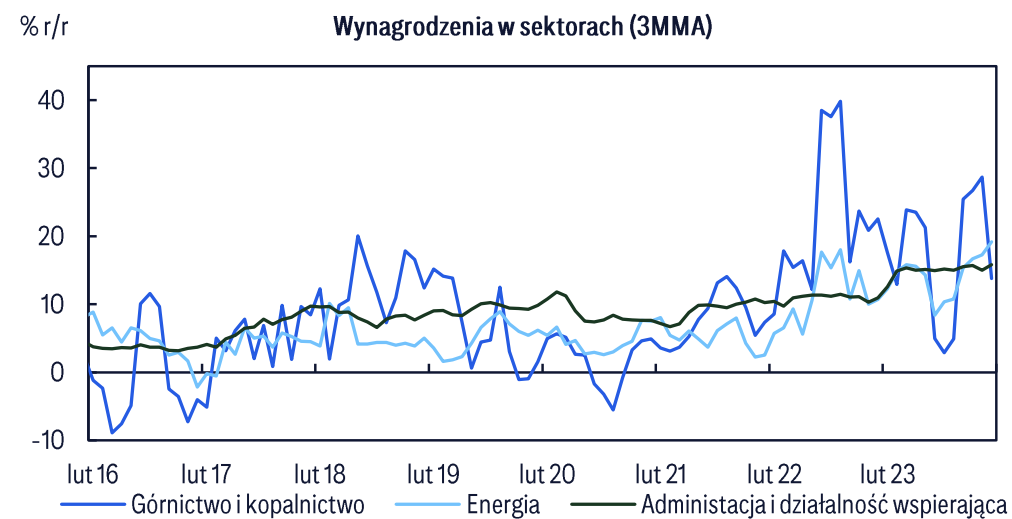
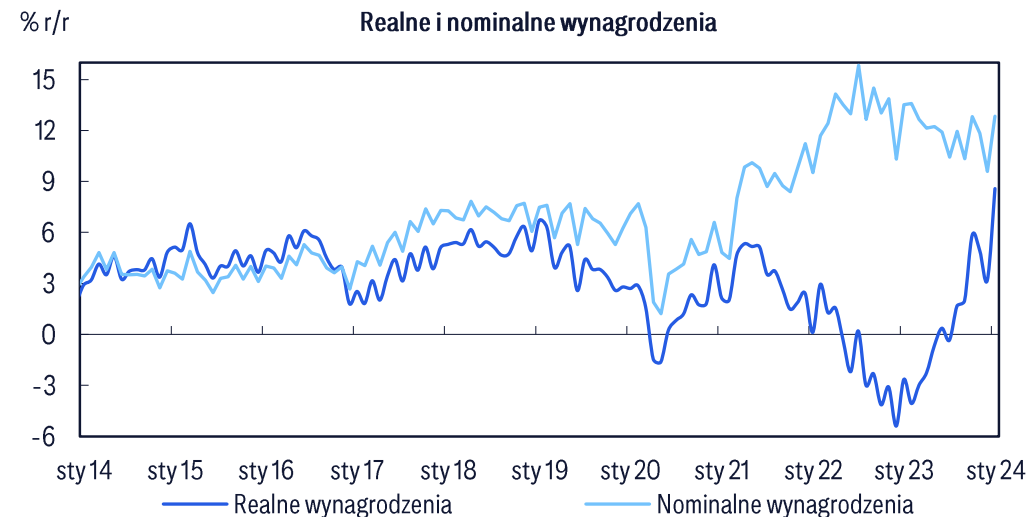
- Wstępne i jednocześnie cząstkowe dane o PKB (tak zwany szybki szacunek) wskazują, że w IV kwartale 2023 roku PKB wzrósł o około 1% r/r. Gdyby spojrzeć na dane o zmianach kwartał-do-kwartału, to polska gospodarka znajdowała się pod koniec roku w stagnacji. Trudno jednak mieć duże zaufanie do tego ostatniego wskaźnika, gdyż od dwóch lat procedury odsezonowania w danych GUS dają zaskakujące wyniki i następnie są poddawane dużym korektom.
- Szczegółowe dane o PKB zostaną opublikowane na przełomie lutego i marca i dopiero wówczas będzie można pokusić się o lepszą ocenę perspektyw wzrostu, a szczególnie jego struktury w 2024 roku. Na razie wydaje się, że wzrost gospodarczy w całym 2024 roku może być niższy niż zakładaliśmy kilka miesięcy temu, a przyczyniać się do tego może słabość europejskiego przemysłu (por. strona 3). Niemniej mimo to dostrzegamy szansę na wzrost w całym roku na poziomie bliskim 3%. Pewne podstawy do optymizmu daje poprawa perspektyw popytu krajowego.
- Spodziewaliśmy się odblokowania funduszy UE dla Polski, jednak tempo w jaki Komisja Europejska tego dokonała jest jednak pewnym pozytywnym zaskoczeniem. Oznacza to, że szybszy i większy napływ funduszy UE może pomóc zacząć finansować inwestycje już w drugiej połowie roku. Nie będzie to może wielka zmiana, ale dzięki temu impulsowi oraz dzięki silnemu realnemu wzrostowi dochodów gospodarstw domowych popyt krajowy ma szansę działać jako stabilizator wzrostu, rekompensując słabość popytu zewnętrznego.



Rynek pracy

Ochłodzenie? Jeszcze nie teraz

- W styczniu wzrost przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył do 12,8% r/r z 9,6% r/r w grudniu. Odczyt potwierdził, że spowolnienie w grudniu nie było wynikiem schładzania się rynku pracy, tylko zostało wywołane przez czynniki jednorazowe (zmienność wypłat premii). Oliwy do ognia dodała również podwyżka płacy minimalnej o prawie 20%, która istotnie przyczyniła się do wzrostu płac. Wynagrodzenia nominalne najsilniej wzrosły w sektorze energetycznym, administracyjnym oraz górniczym, spadły natomiast jedynie w sektorze obejmującym rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo.
- W ujęciu realnym wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły aż o 8,6% r/r wobec i tak już mocnej średniej za czwarty kwartał na poziomie 4,6% r/r. Oczekujemy, że z czasem większa część nowych dochodów do dyspozycji będzie przeznaczana na konsumpcję i doprowadzi tylko do umiarkowanego wzrostu oszczędności gospodarstw domowych.
- Zatrudnienie w styczniu zmniejszyło się o 0,2% r/r, co prawdopodobnie jest wynikiem corocznych zmian metodologicznych, których GUS dokonuje w styczniu (zmiana próby firm, które brane są pod uwagę w badaniu). W przypadku bezrobocia potwierdziły się wstępne szacunki Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej – stopa bezrobocia wzrosła z 5,1% w grudniu do 5,4% w styczniu.

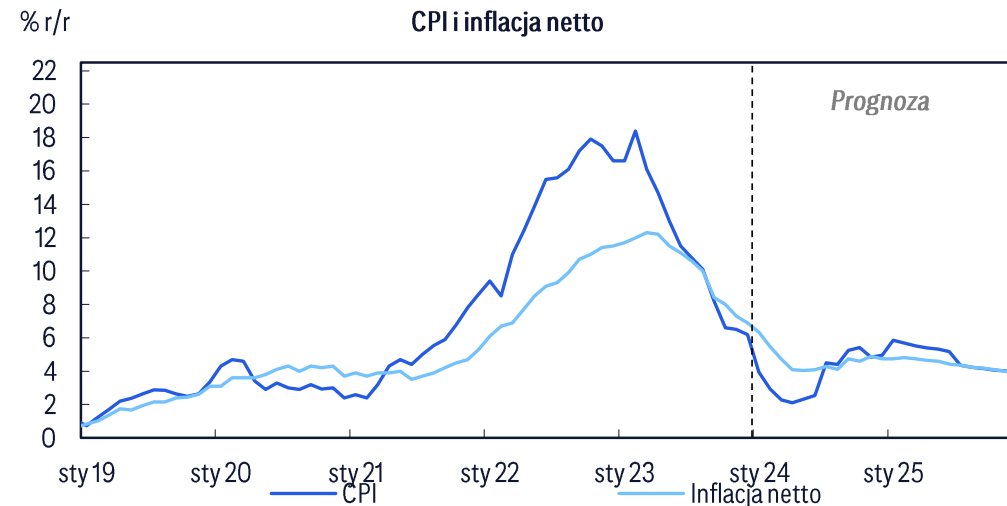


Źródło: Citi Handlowy, GUS

Inflacja

Najpierw spadek, potem odbicie

- Najbliższe tygodnie mogą przynieść istotne informacje, które zmniejszą niepewność dotyczącą przyszłej ścieżki inflacyjnej. Po pierwsze, VAT na żywność ma wzrosnąć w kwietniu do 5% i jeżeli rząd chciałby opóźnić tę zmianę, to najprawdopodobniej poinformuje o tym najpóźniej na początku marca. Naszym zdaniem takie opóźnienie jest coraz bardziej prawdopodobne i dlatego w naszym scenariuszu ostatecznie przesunęliśmy podwyżkę VAT na lipiec, co odjęło w II kwartale 1 pp z naszej dotychczasowej prognozy CPI.
- Druga ważna informacja będzie dotyczyć sposobu odmrażania cen energii w lipcu br. Nasz bazowy scenariusz zakłada, że rachunki za prąd wzrosną o około 15% w II połowie roku, ale rząd ma bardzo dużą elastyczność w tym zakresie i ostateczne zmiany mogą być mniejsze. Spadek cen energii na rynkach światowych stwarza szansę na to, że podwyżki będą mniejsze od zakładanych przez nas, ale na tym etapie trudno powiedzieć znacznie więcej.
- Nasza prognoza zakłada spadek CPI w okolice 2,0-2,5% w marcu-kwietniu (z 3,9% w styczniu), a następnie wzrost ścieżki inflacyjnej do około 5% pod koniec roku. W krótkim horyzoncie inflację obniżać będą czynniki techniczne (rewizje po corocznej zmianie wag wykorzystywanych do obliczeń przez GUS), a także prawdopodobnie niska dynamika cen żywności. W dalszym horyzoncie spadki inflacji będą jednak uzależnione również od tego co będzie się działo z inflacją bazową. W ostatnich miesiącach jej trend (mierzony jako średni wzrost w ujęciu zanualizowanym) oscylował w okolicach 5%+, co samo w sobie nie wystarczy aby zapewnić trwały powrót CPI do celu.

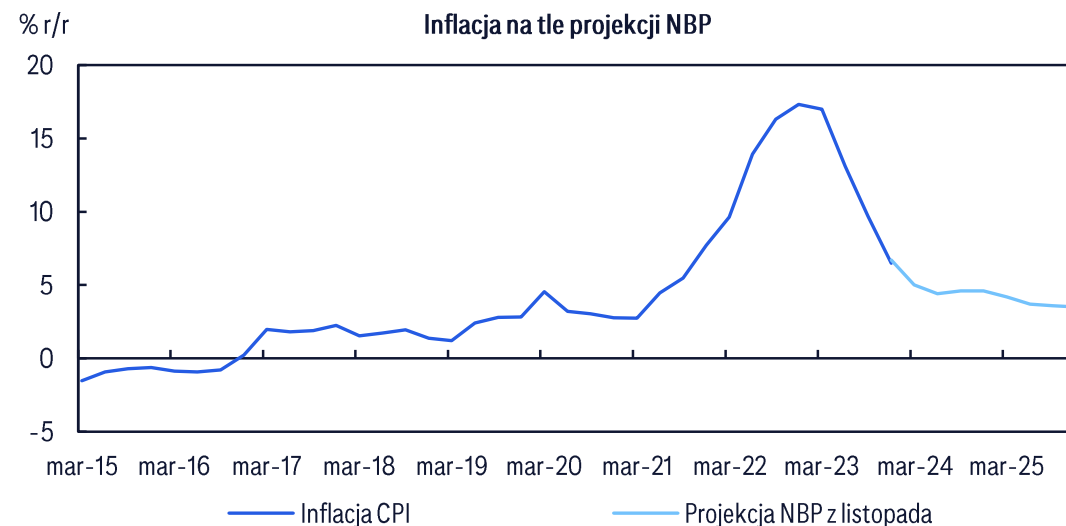
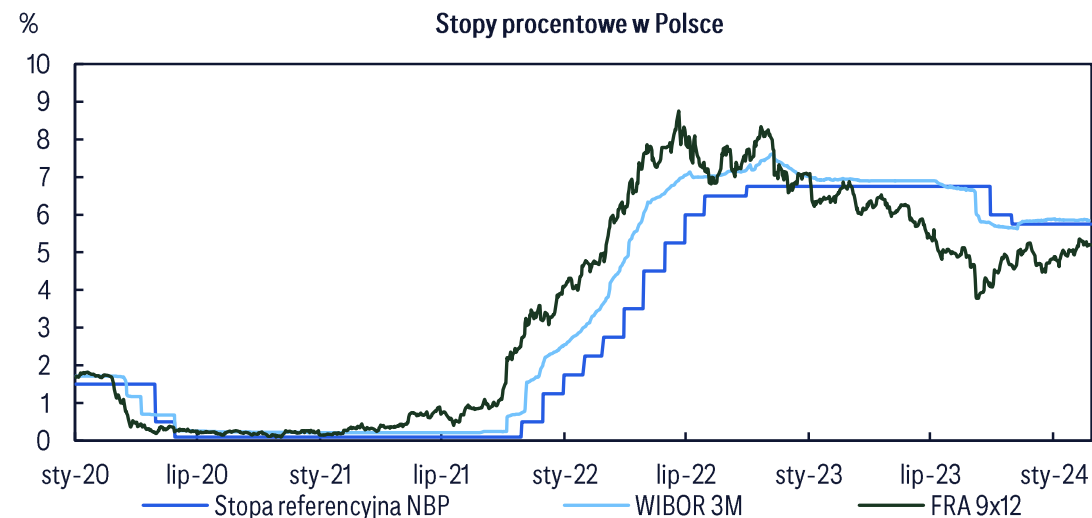


Źródło: Citi Handlowy, GUS

Polityka pieniężna

Nie ma większości do obniżek stóp

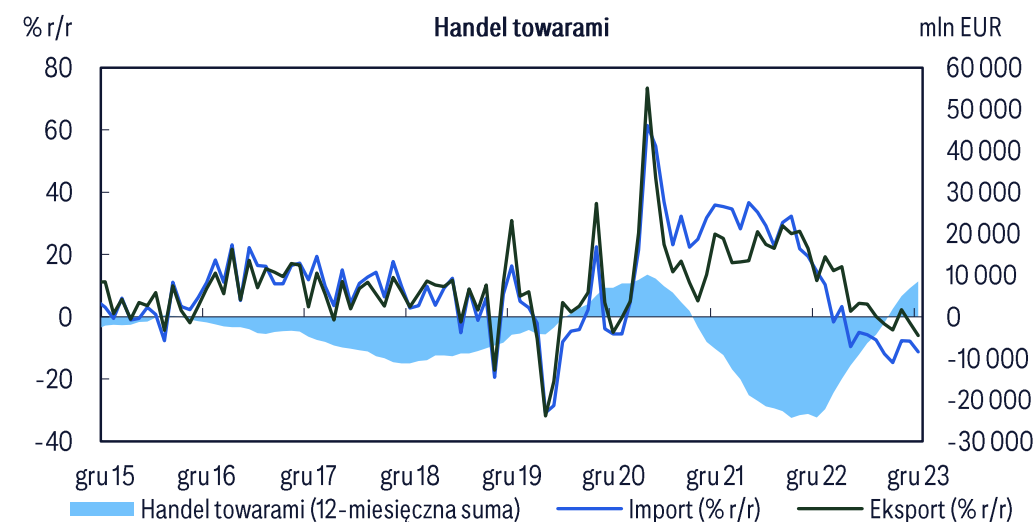
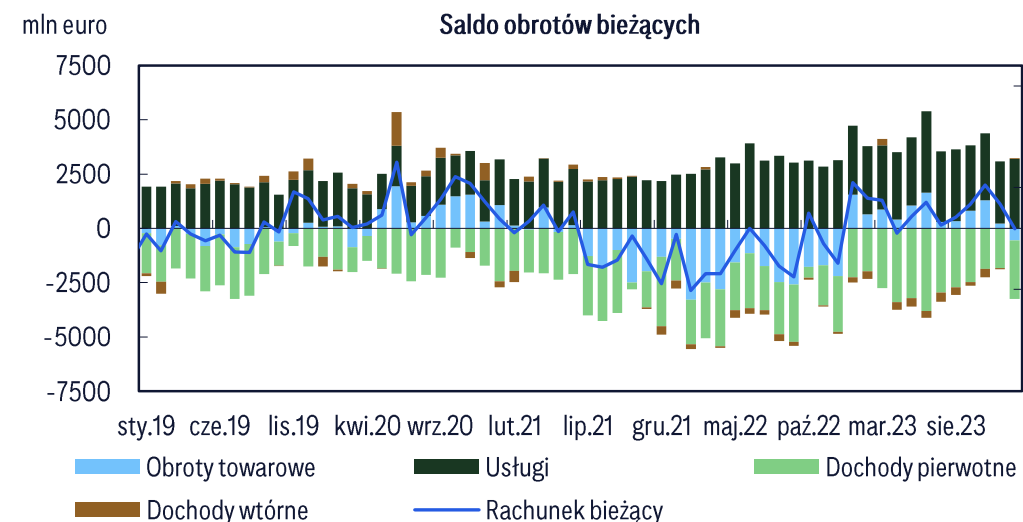
- Od czasu obniżek stóp procentowych z września i października ubiegłego roku nastawienie Rady Polityki Pieniężnej uległo istotnemu zaostrzeniu. W lutym stopy procentowe nie zostały zmienione i oznacza to już czwarty miesiąc bez obniżek stawek (referencyjna: 5,75%). Komunikacja płynąca z RPP i NBP wskazuje, że przerwa w cyklu łagodzenia polityki pieniężnej będzie znacznie dłuższa. Według prezesa Glapińskiego, niewielkie są szanse, że w tym roku ukształtuje się większość w Radzie, która przegłosowałaby obniżkę stóp.
- Komunikat po posiedzeniu RPP wciąż zawiera zdanie: „W kolejnych kwartałach kształtowanie się inflacji obarczone jest jednak niepewnością, w tym związaną z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe”. Naszym zdaniem wątpliwości związane z kształtowaniem się cen energii oraz stawki VAT na żywność nie zostaną rozwiązane przy publikacji najnowszej projekcji inflacyjnej NBP. Projekcje banku centralnego (w marcu, lipcu i listopadzie) przygotowywane są przeważnie na około dwa tygodnie przed posiedzeniem Rady, a najbliższe spotkanie odbędzie się 5-6 marca.
- Do lutowego posiedzenia RPP utrzymywaliśmy założenie, że Rada zdecyduje się na wznowienie obniżek stóp procentowych nie wcześniej niż w drugiej połowie roku, podczas gdy rynkowe wyceny wciąż wskazywały na ruch na przełomie pierwszego i drugiego kwartału. Biorąc pod uwagę retorykę większości RPP oraz napięte stosunki na linii rząd-NBP oczekujemy, że w bieżącym roku stopy procentowe w Polsce nie ulegną zmianie, a obniżki stóp zostaną wznowione dopiero w 2025 r.



Bilans płatniczy

Aprecjacja złotego nie sprzyja bilansowi handlowemu

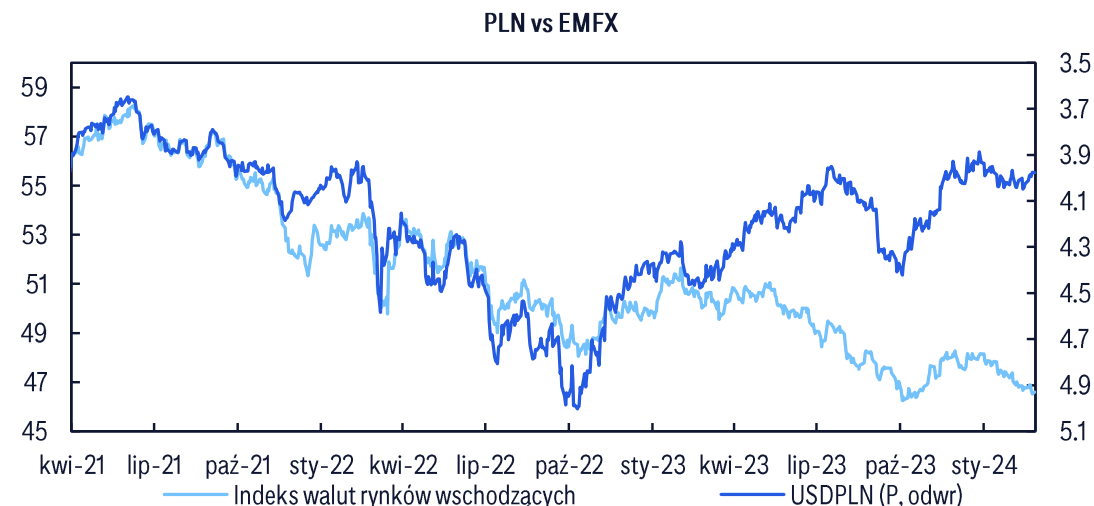
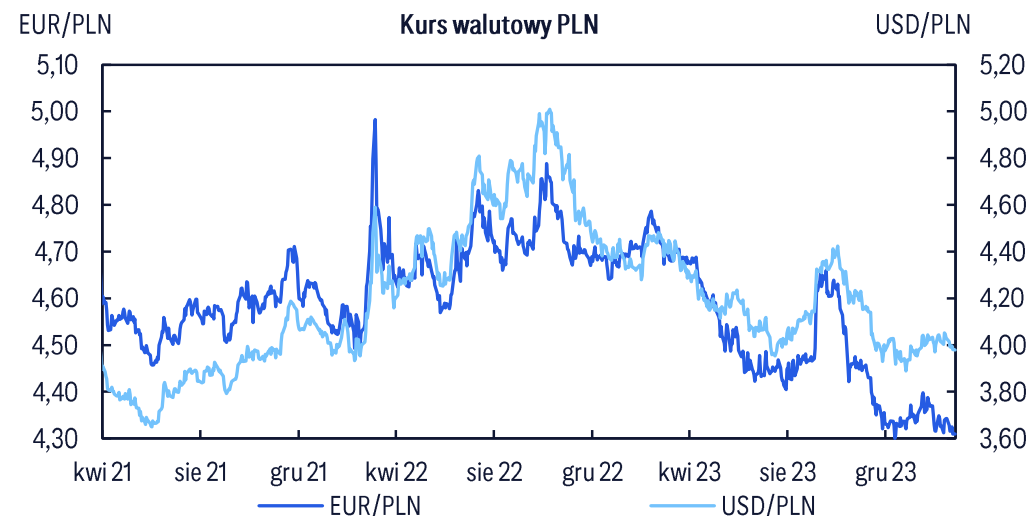
- W grudniu na rachunku obrotów bieżących odnotowano niewielki deficyt na poziomie 0,024 mld EUR wobec 1,203 mld EUR nadwyżki w listopadzie. Dwunastomiesięczne saldo obrotów bieżących w dalszym ciągu było dodatnie i wyniosło 1,6% PKB. Spodziewamy się jednak, że w trakcie 2024 roku ulegnie ono pogorszeniu, a być może spadnie poniżej nawet poniżej granicy 0%. Pogorszenie salda nie powinno wywołać jednak istotnej presji deprecyjnej, chyba że dojdzie do gwałtownego wzrostu cen surowców, który znacząco wpłynie na polski import.
- Saldo obrotów towarowych uległo pogorszeniu z 0,226 mld EUR w listopadzie do -0,556 mld EUR w grudniu. Eksport zmniejszył się o 6,0% r/r (wobec -1,9% w miesiącu poprzednim), a największe jego spadki zanotowano w kategoriach towarów zaopatrzeniowych, dóbr inwestycyjnych oraz towarów konsumpcyjnych. Import natomiast zmalał w grudniu o 11,3% r/r (wobec spadku o 7,8% w listopadzie), a najsilniej zmniejszyła się wartość importowanych paliw, przede wszystkim na skutek silnego obniżenia się ich cen w ujęciu rocznym.
- Spodziewamy się, że wraz z wygasaniem efektu bazy w 2024 roku, import będzie rósł w szybszym tempie, zwłaszcza biorąc pod uwagę nasze oczekiwania co do odbicia konsumpcji krajowej. Eksport z kolei może być pod negatywnym wpływem ostatniego umocnienia złotego, tym bardziej, że zgodnie z ankietą NBP wśród przedsiębiorstw, EUR/PLN oraz USD/PLN znajdują się blisko progów opłacalności eksportu.



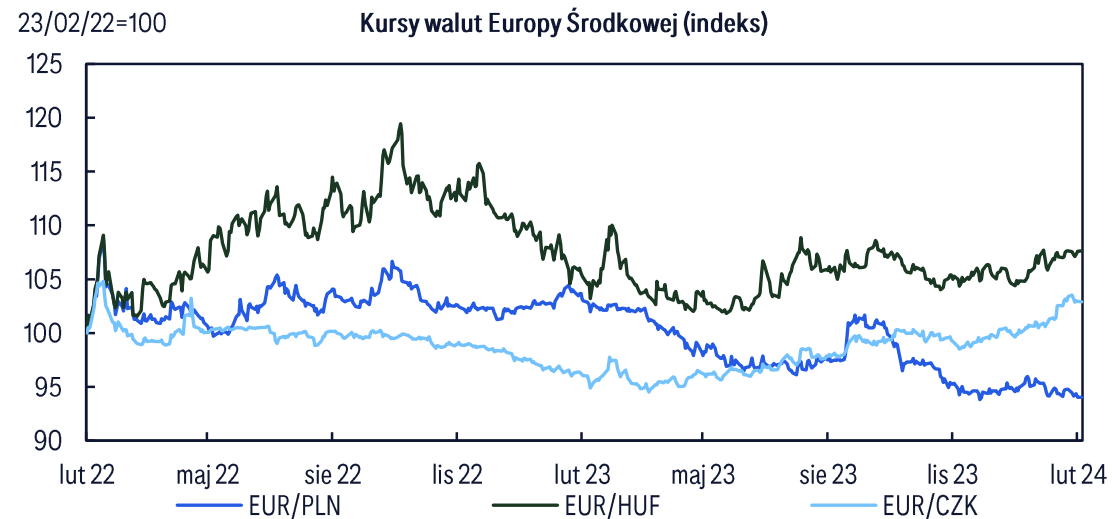
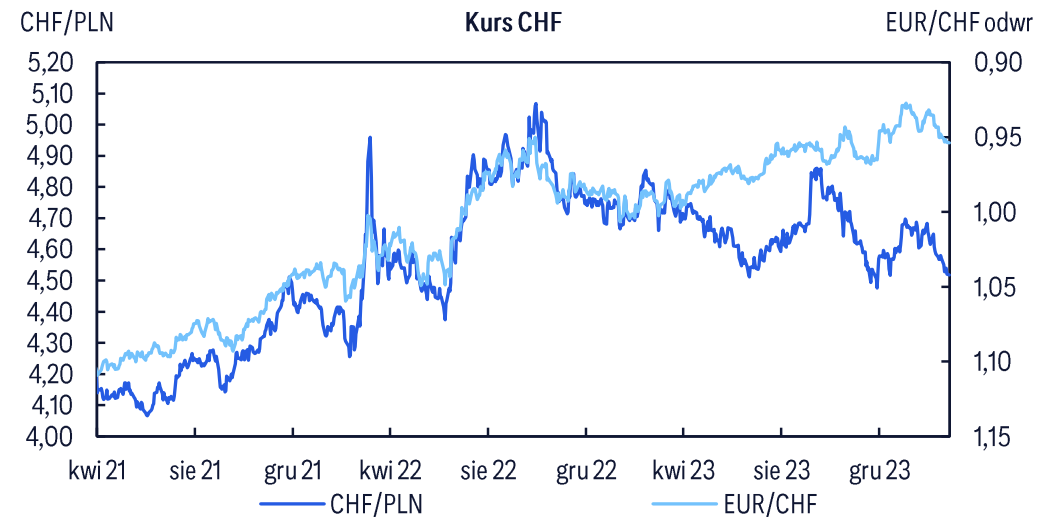
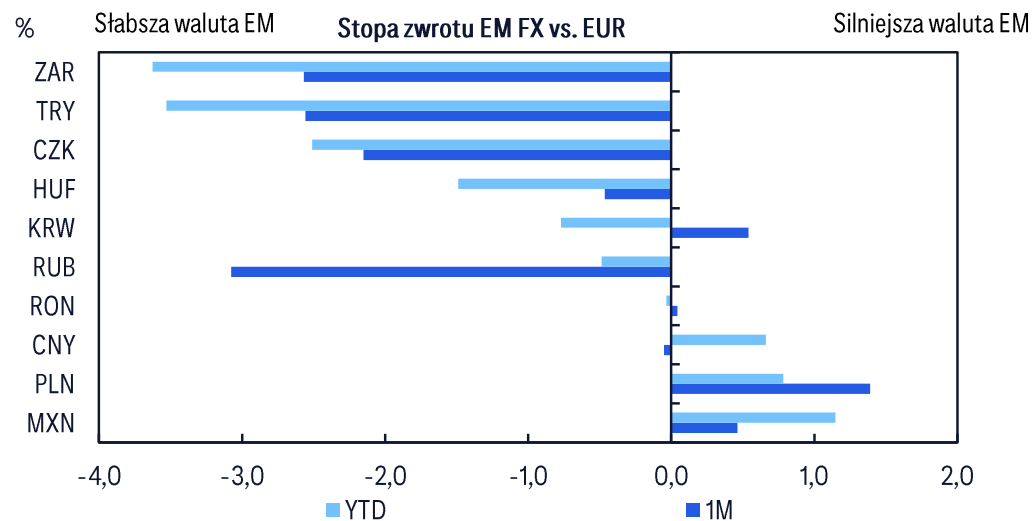
Rynek walutowy

Złoty wciąż mocny

- Od początku roku kurs EUR/PLN utrzymuje się w przedziale 4,30–4,40, a pod koniec lutego oscylował bliżej dolnego ograniczenia tego przedziału. Para USD/PLN oscyluje w okolicy poziomu 4,00, a wzrosty powyżej tej granicy związane były raczej z siłą dolara, na którą złoty był ostatnie relatywnie mało wrażliwy.
- Kurs EUR/USD znajduje się w trendzie spadkowym od początku roku (z poziomów przekraczających 1,10) i obecnie notowany jest bliżej zakresu 1,07–1,08. Notowaniom amerykańskiej waluty sprzyjało w ostatnim czasie ograniczenie oczekiwań na szybkie obniżki stóp procentowych (wyceny rynkowe wskazują na pierwszy ruch w czerwcu wobec niedawnych oczekiwań na marzec). Wyższa od oczekiwań inflacja oraz wciąż dobre wyniki amerykańskiej gospodarki (silny rynek pracy i mocny wzrost PKB) wpływały na notowania dolara. Jednocześnie złoty był mało wrażliwy na zmiany kursu USD i był relatywnie mocny na tle innych walut rynków wschodzących.
- Nastroje inwestycyjne wobec polskiej waluty pozostają pozytywne od czasu ostatnich wyborów parlamentarnych, na co wpływają oczekiwania na szybszy (i w większej skali) napływ środków z unijnego funduszu odbudowy. Ponadto, pomimo przeszacowania rynkowych oczekiwań wobec potencjalnych obniżek stóp procentowych przez RPP, uważamy że rynkowy scenariusz (ze stawek FRA) zakładający cięcie stóp o 75 pb w 2024 r. ma niskie prawdopodobieństwo realizacji. Oczekujemy, że kurs EUR/PLN może przejściowo spaść poniżej poziomu 4,30 a następnie utrzymywać się blisko tego poziomu przez większość tego roku.



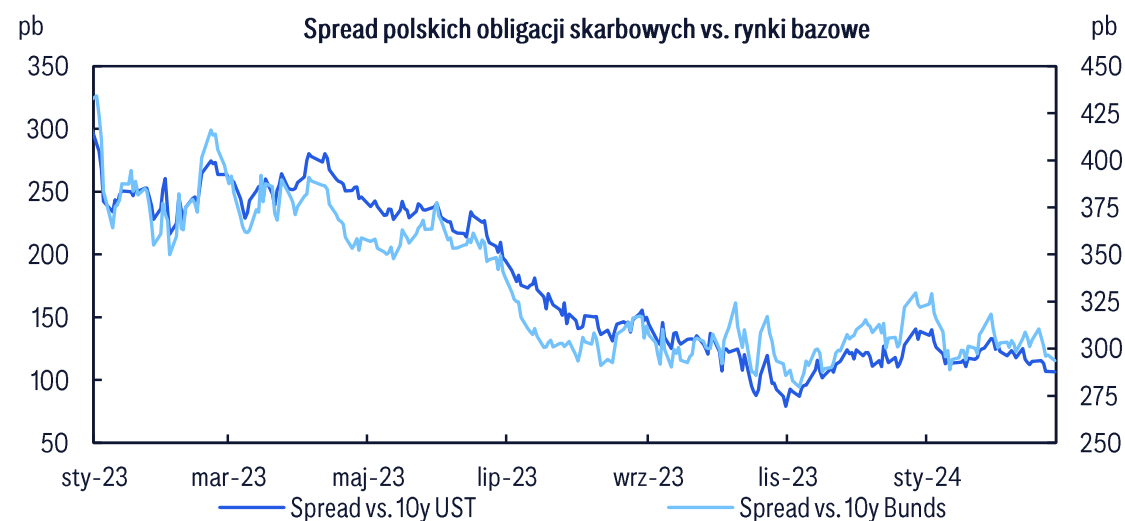
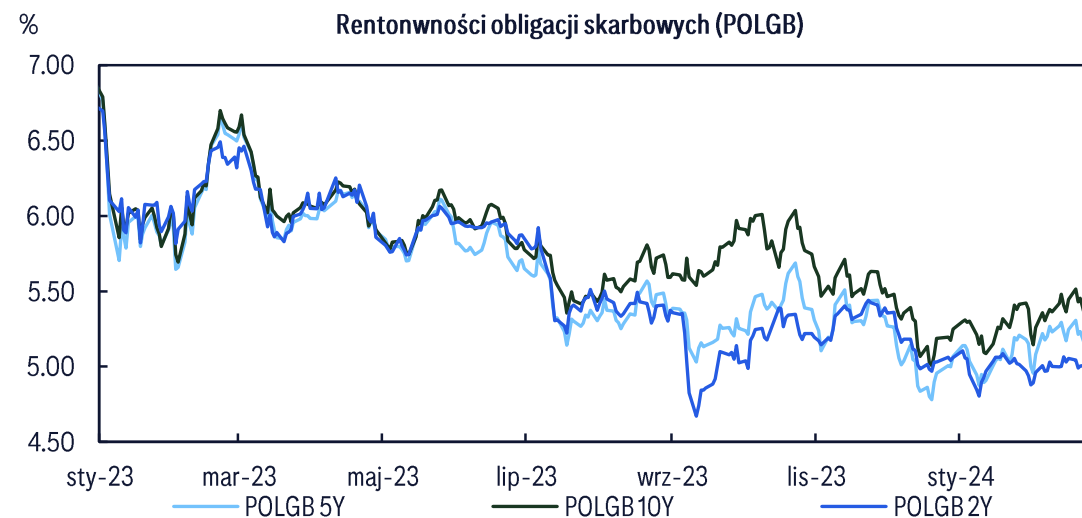
Rynek walutowy



Rynek długu

Niski spread wobec rynków bazowych

- W lutym doszło do lekkiego wystromienia polskiej krzywej dochodowości, a różnica między papierami 10-letnimi a 2-letnimi wzrosła o około 10 pb od końca stycznia.
- Rentowności obligacji 2-letnich utrzymują się blisko poziomu 5%, a w krótkim terminie ich dalszy spadek został zahamowany przez ograniczenie oczekiwań na szybkie cięcie stóp procentowych w Polsce. Uważamy, że brak obniżek stóp przez RPP w tym roku sprzyjałby zawężeniu spreadu 10Y-2Y.
- Za wzrostem rentowności obligacji na dłuższym końcu polskiej krzywej dochodowości stały w dużym stopniu wydarzenia na rynkach bazowych. Wzrost rentowności obligacji w USA (przede wszystkim) oraz strefie euro pośrednio działał negatywnie również na polskie instrumenty dłużne. Jednak różnica rentowności polskich obligacji 10-letnich wobec amerykańskich czy niemieckich pozostaje niska w ujęcie ostatnich kilkunastu miesięcy i wynosi odpowiednio 115 pb i 305 pb.
- Wysoka podaż polskich obligacji skarbowych nie doprowadziła na początku roku do wzrostu rentowności polskich obligacji. Popyt ze strony inwestorów na aukcjach jest relatywnie mocny, co przy korzystnym środowisku inwestycyjnym (brak globalnej awersji wobec ryzyka i oczekiwania na napływ środków z UE) ograniczało potencjalny negatywny efekt. Oczekujemy, że w dalszej części roku polska krzywa dochodowości będzie się wypłaszczała, a do końca roku rentowności obligacji 10-letnich spadną w okolice 5%, a 2-letnich do 4,85%.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2023												2024
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1,4	-1,5	-3,7	-6,5	-3,3	-1,6	-2,7	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	1,6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-3,0	0,4	13,8	-14,2	4,7	1,4	-7,8	1,3	7,9	4,4	0,3	-9,5	2,2
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	2,4	-1,4	-1,2	-5,9	-2,8	-0,7	-2,4	-2,3	-3,9	0,8	-1,5	-5,2	1,7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	2,0	6,6	-1,6	1,1	-0,6	1,6	1,1	3,5	11,5	9,8	3,9	14,0	-6,1
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	0,1	-5,0	-7,3	-7,3	-6,8	-4,7	-4,0	-2,7	-0,3	2,8	-0,3	-2,3	3,0
Stopa bezrobocia (%)	5,5	5,6	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Ceny													
Inflacja (% r/r)	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,9
Inflacja (% m/m)	2,5	1,2	1,1	0,7	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,4	0,3	0,7	0,1	0,4
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-9,0
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	2,1	-0,5	-0,6	-1,3	-1,9	-0,8	-1,1	-0,1	0,3	-0,6	-1,2	-1,4	-0,2
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	2246	1467	1372	-230	589	1272	157	556	1176	2119	1203	-24	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	1557	643	863	402	1044	1633	302	340	802	1287	226	-556	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	28306	27041	31316	26460	28456	28747	25778	25666	27553	29886	29811	24808	-
Eksport (% r/r)	19,2	14,8	16,1	1,8	4,3	4,0	0,0	-2,3	-4,2	2,3	-1,9	-6,0	-
Import f.o.b. (mln EUR)	26749	26398	30453	26058	27412	27114	25476	25326	26751	28599	29585	25364	-
Import (% r/r)	10,4	-1,6	3,3	-9,6	-5,0	-5,8	-7,4	-11,9	-14,7	-7,7	-7,8	-11,3	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2023												2024
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6,9	7,4	6,5	6,7	7,1	7,9	8,0	7,3	8,3	8,2	7,6	8,5	7,7
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	4,0	6,5	9,5	10,1	10,6	11,4	11,5	11,8	12,4	11,6	11,5	11,5	11,3
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	15,9	17,3	12,4	13,0	12,7	13,5	14,8	11,1	11,2	10,9	8,7	8,8	5,1
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	-4,4	-4,9	-5,1	-5,0	-4,5	-5,0	-4,9	-4,3	-3,9	-3,9	-3,5	-2,2	-1,1
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	10,1	7,9	7,0	3,3	1,9	0,8	-1,6	-6,1	-4,8	-5,6	-5,0	-3,0	-4,1
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75
WIBOR 3M (średnio)	6,85	6,83	6,82	6,80	6,80	6,80	6,71	6,59	5,89	5,58	5,67	5,75	5,77
WIBOR 3M (koniec okresu)	6,85	6,84	6,79	6,80	6,80	6,80	6,66	6,55	5,67	5,56	5,73	5,78	5,76
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	7,69	7,10	7,13	6,89	6,96	6,34	6,46	6,18	5,56	5,61	5,74	5,69	5,61
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5,97	6,27	6,02	6,05	5,99	5,75	5,37	5,42	5,04	5,23	5,53	5,09	5,02
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5,88	6,52	5,98	6,02	5,99	5,63	5,30	5,56	5,25	5,38	5,44	4,83	5,18
EUR/PLN (koniec okresu)	4,71	4,72	4,68	4,59	4,54	4,45	4,41	4,47	4,64	4,45	4,35	4,35	4,34
USD/PLN (koniec okresu)	4,35	4,45	4,29	4,18	4,26	4,11	4,00	4,11	4,37	4,17	3,98	3,94	4,01
EUR/USD (koniec okresu)	1,08	1,06	1,09	1,10	1,07	1,09	1,10	1,09	1,06	1,06	1,09	1,11	1,08
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-11,2	0,0	12,0	10,0	20,9	12,7	13,1	16,6	34,7	36,4	42,6	85,6	-13,7
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-17%	0%	18%	15%	31%	19%	19%	24%	51%	54%	63%	126%	-20%

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	692	799	875	969
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,358	3,571	3,836
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,004	23,023	25,503
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1	38,0	38,0
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2	5,1	5,4	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,2	2,8	3,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	4,9	8,0	2,1	5,8
Konsumpcja (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,1	-0,1	4,3	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,2	-1,0	4,5	3,0
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,2	-3,3	1,0	6,8
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,2	-13,0	1,5	6,6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,0	3,9
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,8	4,8
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	10,5	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	-0,3	4,0	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,63	4,13
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,24	5,00	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,93	4,18	3,75
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,08	3,96
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,34	4,34	4,44
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,32	4,39

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-1,4	14,6	-8,8	-16,6	12,5	-3,8	-8,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,9	-0,2	2,4	-1,3	-2,4	1,6	-0,4	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-4,9	7,9	-9,1	-25,6	9,5	-2,3	-4,6
Eksport	254,0	246,6	251,3	311,7	339,5	361,6	375,4	419,6
Import	260,1	251,5	243,4	320,7	365,1	352,1	377,7	424,2
Saldo usług	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	40,9	40,9	44,1
Saldo dochodów pierwotnych	-22,6	-24,9	-22,8	-30,9	-27,2	-34,7	-38,7	-43,3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-5,8	-5,1
Saldo pierwotne sektora	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,7	-3,5	-2,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	40,6	43,7	45,0

Prognozy długoterminowe

	2021	2022	2023E	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% r/r)	6,9	5,3	0,2	2,8	3,3	3,4	3,4
Inflacja CPI (% średnia)	5,1	14,3	11,5	3,8	4,8	3,2	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,1	-2,4	1,6	-0,4	-0,9	-0,7	-0,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3,50	6,75	5,75	5,75	4,00	3,75	3,75
USD/PLN (Koniec okresu)	2,95	4,38	3,93	4,18	3,75	3,75	3,81
USD/PLN (Średnia)	3,01	4,45	4,20	4,08	3,96	3,73	3,78
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,96	4,69	4,34	4,34	4,44	4,46	4,48
EUR/PLN (Średnia)	3,99	4,69	4,54	4,32	4,39	4,46	4,47

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolk@citi.com

Zuzanna Mroczka

Stażystka

zuzanna.mroczka@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

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 tożsamy 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.

citi handlowy