

Piotr Kalisz, CFA
Cezary Chrapek, CFA
Czerwiec, 2022

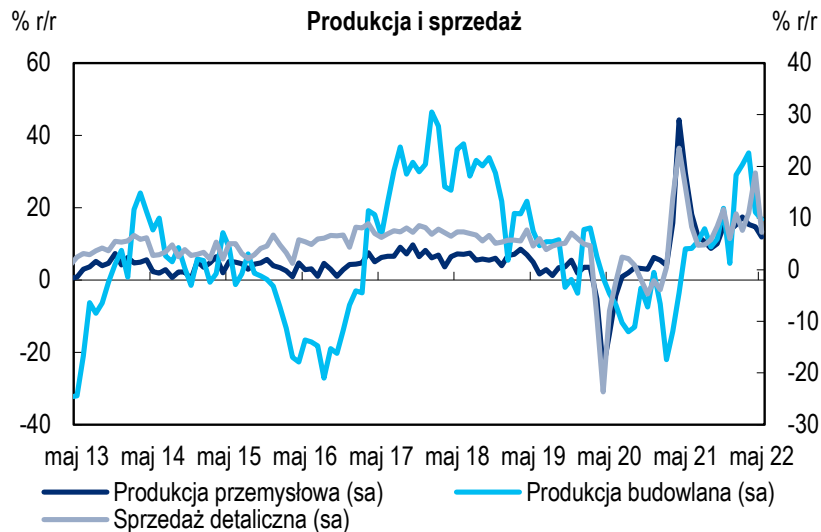
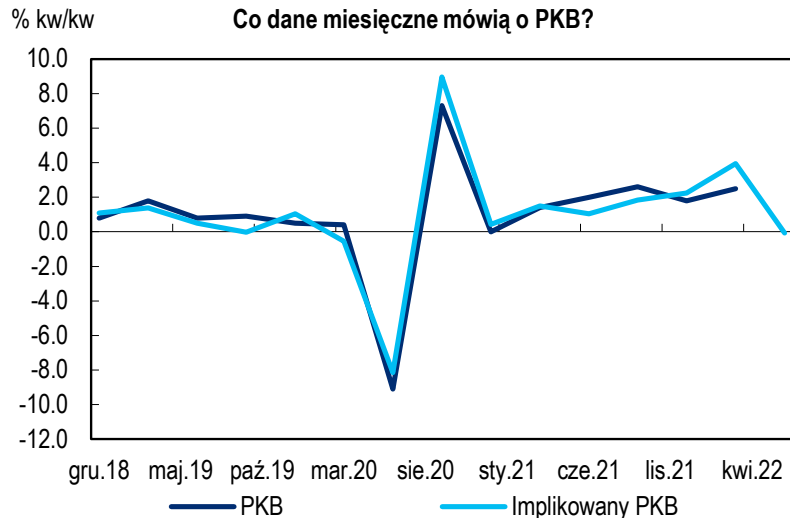
CitiMonthly

Kiedy koniec cyklu podwyżek?

Podsumowanie

- W ostatnich tygodniach wzrosły obawy rynkowe o możliwość wystąpienia recesji. Ta perspektywa oraz bardziej gołębie wypowiedzi przedstawicieli NBP doprowadziły do zmniejszenia oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp procentowych.
- Jedno z kluczowych pytań dotyczy tego, czy RPP może na tym etapie przerwać cykl podwyżek. Naszym zdaniem nie jest wykluczone, że w lipcu RPP rzeczywiście spróbuje złagodzić swoją retorykę i powtórzyć sygnał o bliskim końcu cyklu podwyżek. Sądzymy jednak, że cykl będzie kontynuowany po wakacjach.
- Przeciwno szybkiemu zakończeniu cyklu przemawia wiele argumentów. Stopy procentowe w regionie (Czechy, Węgry) sięgnęły lub nawet istotnie przekroczyły 7%. Do tego wzrosły szanse na znaczne podwyżki przez Fed oraz EBC. Ponadto, wprowadzenie wakacji kredytowych oznacza efektywne obniżenie stóp procentowych w Polsce, praktycznie odwracając dwie ostatnie podwyżki.
- Nasze analizy sugerują, że już w ubiegłym roku długoterminowe oczekiwania inflacyjne zaczęły odrywać się od celu NBP. Do tego wszystkiego inercyjność inflacji bazowej oznacza, że RPP nie może zbyt szybko przejść do obniżek stóp procentowych, nawet pomimo oznak recesji.
- Biorąc to wszystko pod uwagę spodziewamy się wzrostu stopy referencyjnej do przynajmniej 7,5% w tym roku. Spodziewamy się również, że do obniżek stóp procentowych dojdzie dopiero w 2024 roku. Do przyspieszenia cięć stóp mogłoby dojść w przypadku znacznej poprawy w otoczeniu zewnętrznym (odwrot od podwyżek w USA, spadek cen ropy).

Oznaki spowolnienia



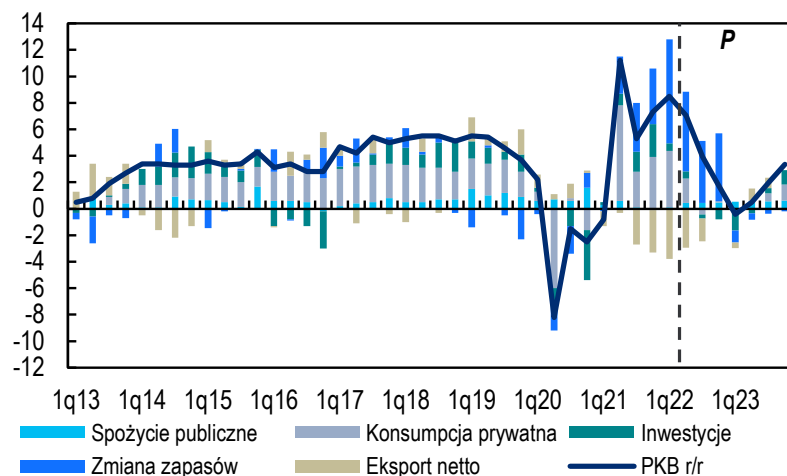
Słabsza produkcja i sprzedaż

- Najnowsze dane potwierdziły wcześniejsze oczekiwania, że wyjątkowo szybkie tempo wzrostu gospodarczego z przełomu roku było nie do utrzymania. Produkcja przemysłowa obniżyła się w porównaniu z poprzednim miesiącem zarówno w kwietniu (-1.2% m/m), jak i maju (-1.7%).
- Spadki wynikały jednak przede wszystkim z niższej produkcji energii, podczas gdy przetwórstwo przemysłowe trzymało się zdecydowanie lepiej (-0,5%). Pomimo spadów w ujęciu m/m, produkcja była w maju wciąż o 15% wyższa niż w analogicznym okresie 2021 r.
- Oslabienie aktywności uwidoczniło się również w danych o sprzedaży detalicznej, co zapewne odzwierciedla negatywny wpływ podwyżek stóp procentowych oraz szoku energetycznego.
- Słabsze dane miesięczne schłodziły oczekiwania rynkowe na podwyżki stóp procentowych. W rzeczywistości jednak powyższe odczyty niewiele zmieniają w perspektywach gospodarczych. Nasz „tracker” wzrostu gospodarczego, oparty na najnowszych danych miesięcznych, sugeruje stagnację wzrostu PKB w II kwartale (wykres obok). Jest to co prawda wynik niższy niż +0.3% kw/kw oczekiwane kilka tygodni wcześniej, ale różnica wydaje się zbyt mała by uzasadnić istotne zmiany wyceny podwyżek stóp.

Prognozy PKB

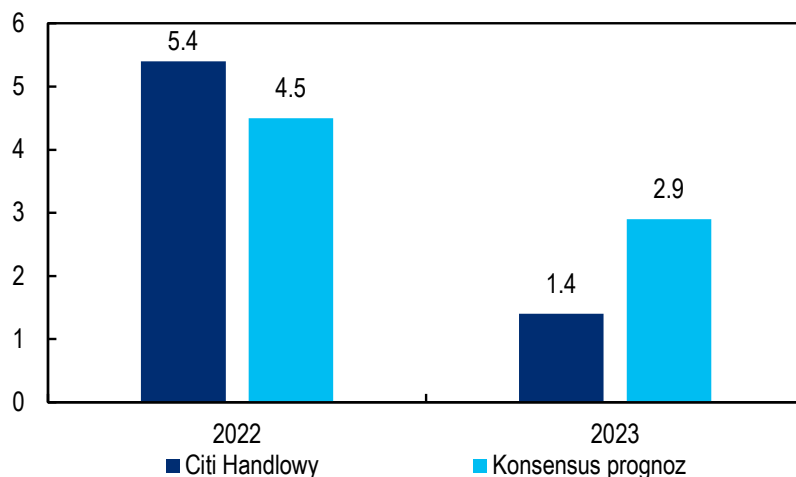
% r/r, pkt proc.

Kontrybucja do wzrostu PKB



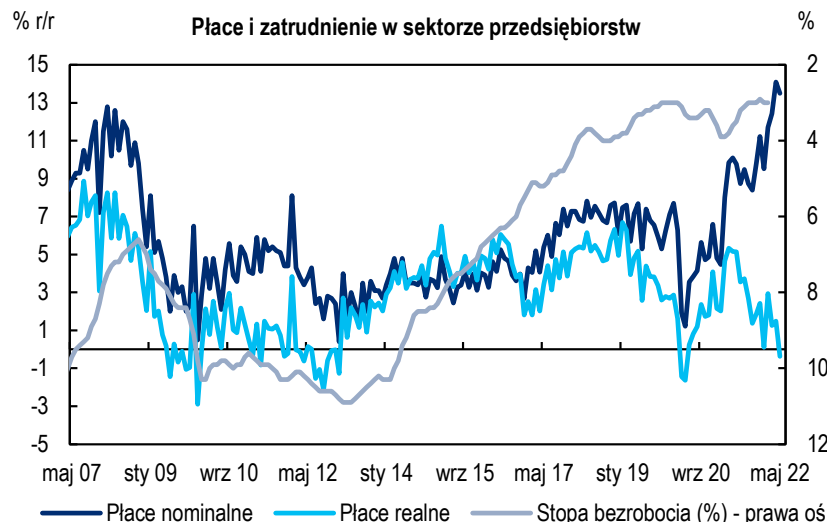
% r/r

Prognozy PKB



Ostre hamowanie ale wzrost w 2022 r. ponad 5%

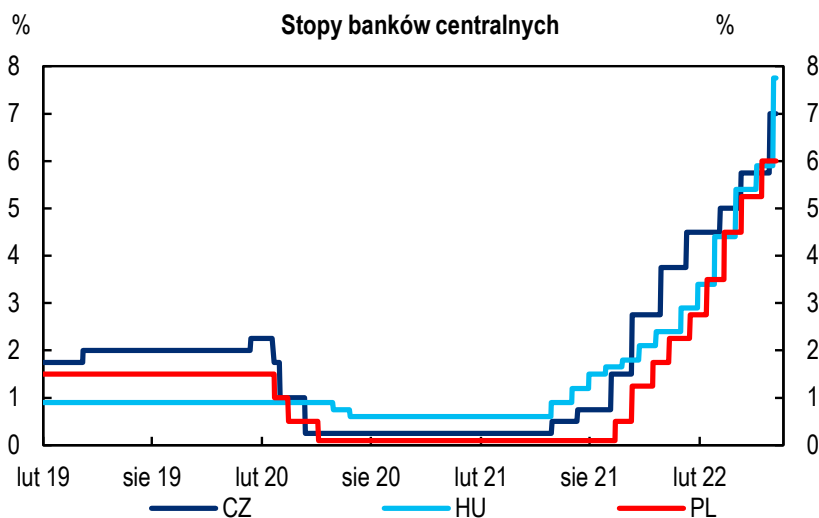
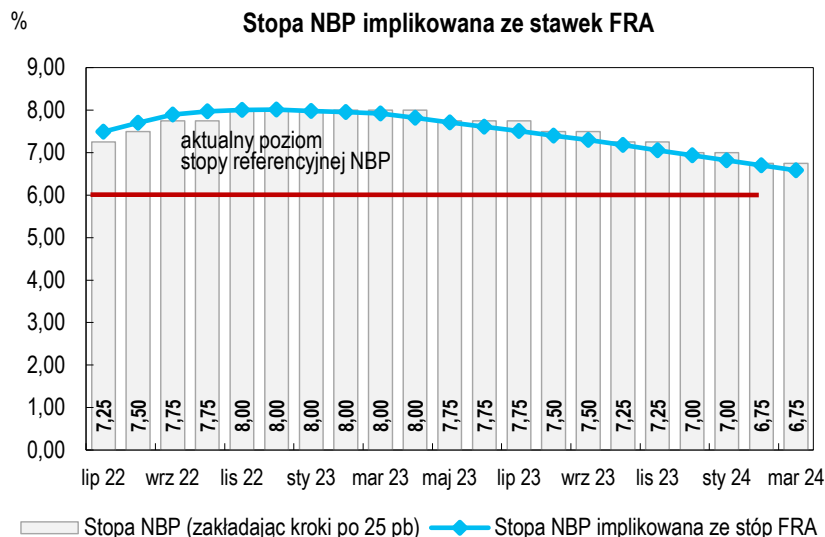
- Nasza prognoza PKB zakłada, że wzrost gospodarczy w całym 2022 roku przekroczy 5% i to pomimo słabszych danych za maj i pomimo spodziewanej recesji w drugiej połowie roku. Przyczyni się do tego bardzo wysoki wzrost kw/kw z poprzednich kwartałów, a przede wszystkim z I kw. 22 i IV kw. 21, który silnie wpływa na całoroczną średnią.
- Naszym zdaniem konsensus prognoz PKB na 2022 rok jest wciąż zbyt niski i będzie rewidowany w górę (wykres obok).
- Sygnalizowaliśmy to kilka tygodni temu i w tym czasie „rynkowe” przewidywania wzrosły z 3,9% (w II poł. maja) do około 4,5% obecnie. W najbliższym czasie prognozy te mogą przesunąć się do około 5%.
- Jedynym wyjaśnieniem dla tak niskiego konsensusu prognoz w 2022 jest to, że część prognostów może spodziewać się głębszej recesji w II połowie roku. Jeżeli tak jednak jest, to recesja ta powinna mieć silny wpływ na obniżenie dynamiki PKB w 2023 r.
- W takiej sytuacji przewidywania rynkowe na przyszły rok (2,9%) wydają się zbyt optymistyczne.



Niewielki spadek płac realnych

- Dużym echem wśród inwestorów odbiły się również gorsze od oczekiwań dane o wzroście płac w maju (13,5% r/r), a to głównie dlatego, że pokazały one pierwszy od czasu pandemii spadek płac realnych. Skala spadku była niewielka (-0,3% r/r) i trudno na jej podstawie wyciągać daleko idące wnioski. Niemniej ponieważ nieustanny wzrost płac realnych był w poprzednich miesiącach powszechnie uznawany za wyjątkowe zjawisko, przerwanie tej passy nie mogło pozostać bez wpływu na rynek.
- Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach płace realne pogłębią dotychczasowe spadki, choć i tak będą one relatywnie płytkie.
- Sam fakt, że dynamika płac wykazuje się tak dużą odpornością pokazuje, że gospodarstwa domowe mają relatywnie silną pozycję na rynku pracy, a pracodawcy uznają inflację za trwałe i powszechne zjawisko (a przez to liczą na przeniesienie wyższych kosztów na klientów).
- Jeżeli chodzi o inflację, obecna dynamika wynagrodzeń wciąż przekracza poziomy spójny z celem inflacyjnym RPP (wykres obok). Rynek pracy zazwyczaj reaguje z opóźnieniem na zmiany koniunktury i można przypuszczać, że z czasem dynamika płac wyraźniej osłabnie. Spodziewamy się tego raczej dopiero w 2023 roku.

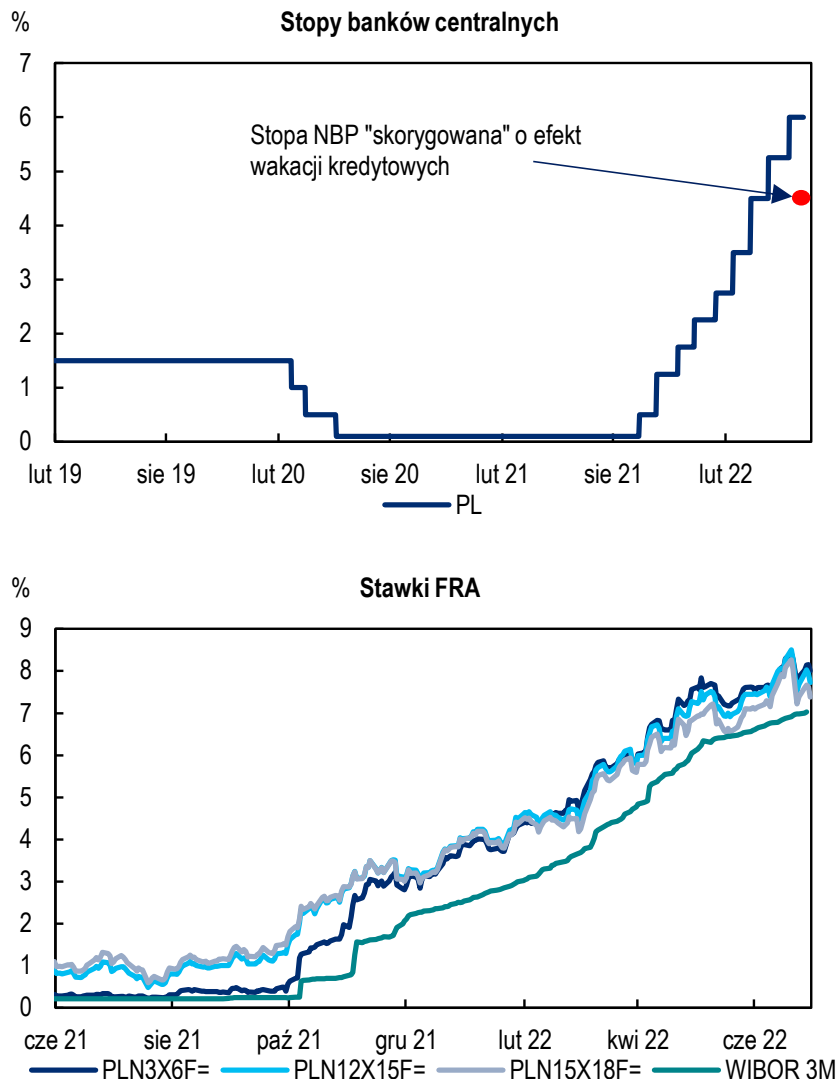
Gołębi sygnał z RPP



Coraz bliżej końca cyklu?

- Oprócz perspektyw recesji, czynnikiem chłodzącym rynkowe oczekiwania na podwyżki stóp procentowych było wyraźne złagodzenie retoryki przedstawicieli NBP. Po czerwcowym posiedzeniu, na którym RPP podniosła stopy o 75 pb do 6%, prezes Głapiński zasygnalizował, że cykl zacieśnienia monetarnego zbliża się do końca.
- W świetle danych i ostatnich wydarzeń spodziewamy się jednak, że cykl będzie trwał dłużej.
- Po pierwsze w ostatnich tygodniach Fed i EBC zaostrzyły swoją retorykę. Stopy w Stanach Zjednoczonych mogą w przyszłym roku przekroczyć 4%, co nie będzie sprzyjać łagodnej polityce pieniężnej w krajach EM.
- Co więcej, zaskakująco silne podwyżki w Czechach oraz na Węgrzech mogą zwiększać presję na podwyżki w Polsce. Już obecnie czeska stopa podstawowa sięgnęła 7%, a stopa węgierska 7,75%. Oba banki centralne zapewne nie powiedziały jeszcze ostatniego słowa.
- Przy zdecydowanie niższych stopach w Polsce, złoty może pozostawać pod presją, co nie będzie ułatwiać walki z inflacją.

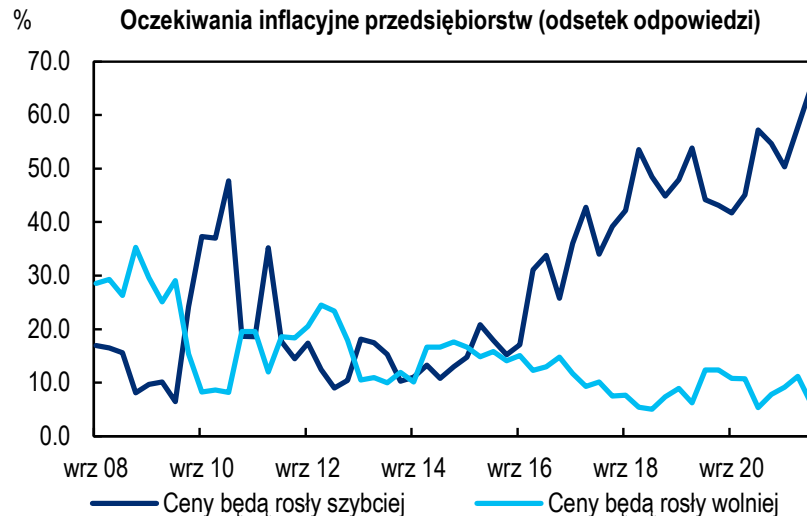
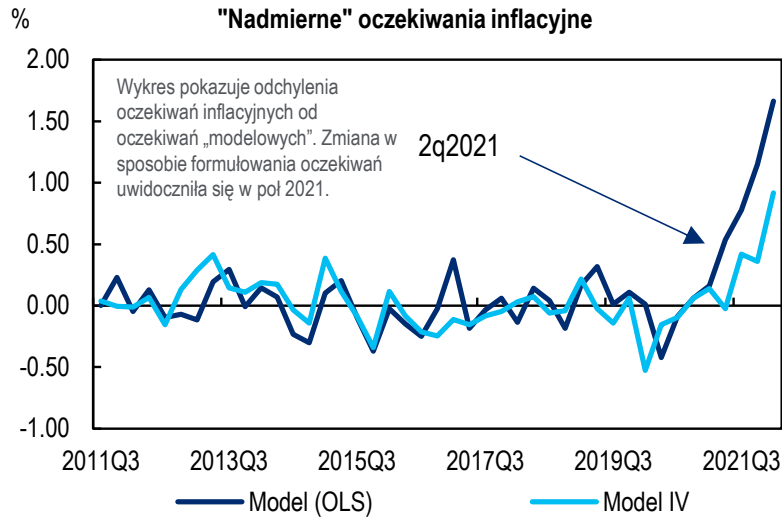
Efektywna obniżka zamiast podwyżki



Niższe raty wsparciem dla konsumpcji

- Nie brakuje również „krajowych” argumentów przemawiających za dodatkowymi podwyżkami.
- Jak już przy wielu okazjach sygnalizowaliśmy, planowane wprowadzenie wakacji kredytowych jest do pewnego stopnia substytutem obniżek stóp. Co prawda skorzystają z tej opcji tylko osoby posiadające złotowe kredyty mieszkaniowe, jednak efekt planowanych zmian może być istotny dla konsumpcji.
- W naszych prognozach przyjmujemy, że wakacje kredytowe będą stanowiły efektywną obniżkę stóp dla kredytobiorców o około 150 pb, a więc praktycznie wyeliminują dwie ostatnie podwyżki.
- Ostateczny efekt oczywiście będzie uzależniony od skali wykorzystania „wakacji” oraz odsetka osób, które wykorzystają je do nadpłaty kredytu.
- RPP zapewne nie będzie chciała automatycznie łączyć wakacji kredytowych z koniecznością dodatkowych podwyżek. Jednak w praktyce ich wprowadzenie pozwoli na wygładzenie konsumpcji, podtrzymując inflację na odpowiednio wyższym poziomie. Można spodziewać się więc, że nie tyle same wakacje kredytowe, co perspektywy inflacyjne skłonią RPP do dodatkowych podwyżek.

Oczekiwania inflacyjne

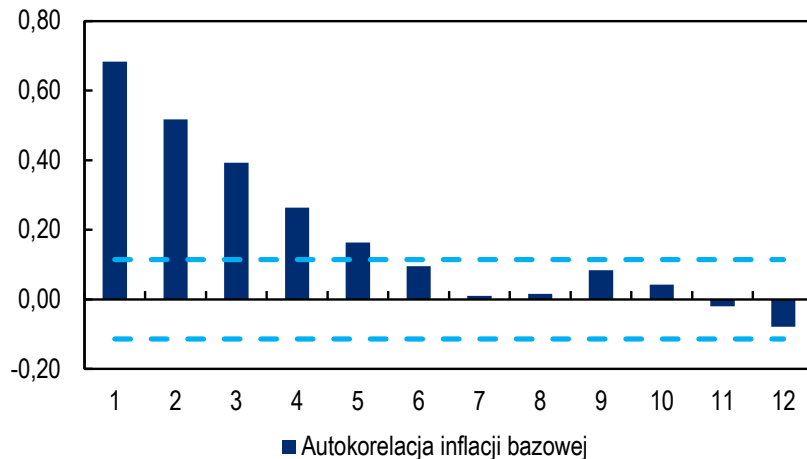


Oczekiwania „odkleiły się” od celu RPP

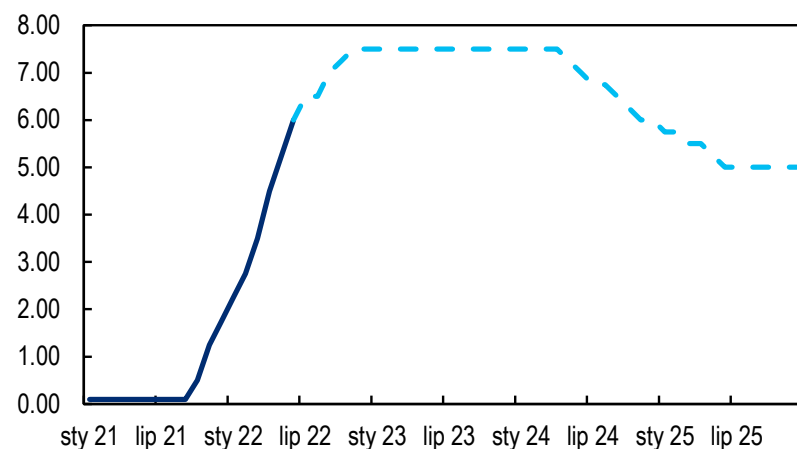
- Dodatkowym argumentem za kontynuacją cyklu podwyżek jest wyjątkowy wzrost długoterminowych oczekiwań inflacyjnych. Przez lata oczekiwania pozostawały relatywnie stabilne – co prawda systematycznie reagowały one na zmiany bieżącej inflacji (lub inflacji z poprzedniego kwartału) ale zmiany te były zawsze spójne z relatywnie szybkim powrotem inflacji do celu.
- Do początku 2021 roku oczekiwania inflacyjne mogły być relatywnie precyzyjnie przybliżone za pomocą prostych modeli. Niemniej od połowy ubiegłego roku oczekiwania inflacyjne zachowują się wyraźnie inaczej, co sugeruje, że prognozujący po raz pierwszy od kiedy są dostępne dane nie spodziewają się szybkiego powrotu inflacji do celu (wykres obok).
- Nasz model dotyczy „oczekiwań” profesjonalnych prognostów uczestniczących w ankiecie NBP, a więc osób, które same nie uczestniczą w procesie ustalania cen. Niemniej wyraźny trend wzrostowy widać jednak również w oczekiwaniach przedsiębiorstw. Co prawda trudno tutaj dostrzec oznaki jakiejś strukturalnej zmiany w sposobie formułowania oczekiwań, ale z punktu widzenia RPP kluczowe jest to, że są one na rekordowo wysokim poziomie.
- Niezależnie od wskaźnika, naszym zdaniem oczekiwania inflacyjne pozostają na zbyt wysokim poziomie aby pozwolić władzom monetarnym na przerwanie cyklu podwyżek.

Kolejne podwyżki na horyzoncie

"Uporczywość" inflacji bazowej



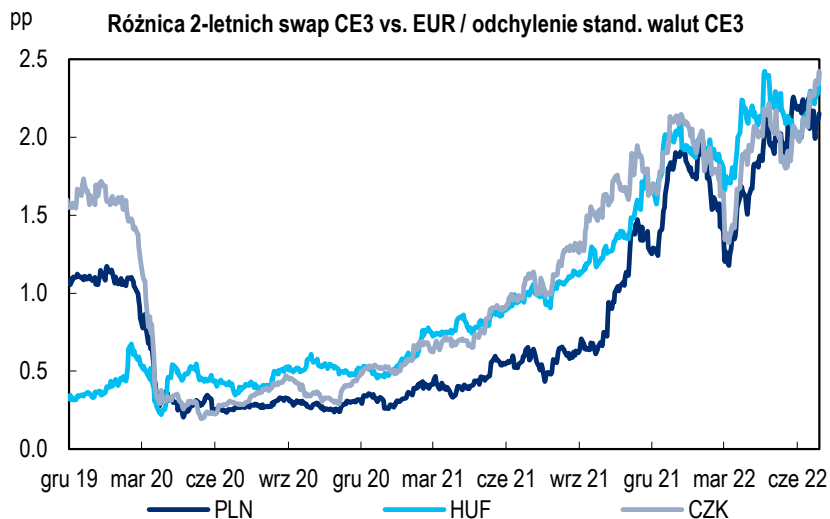
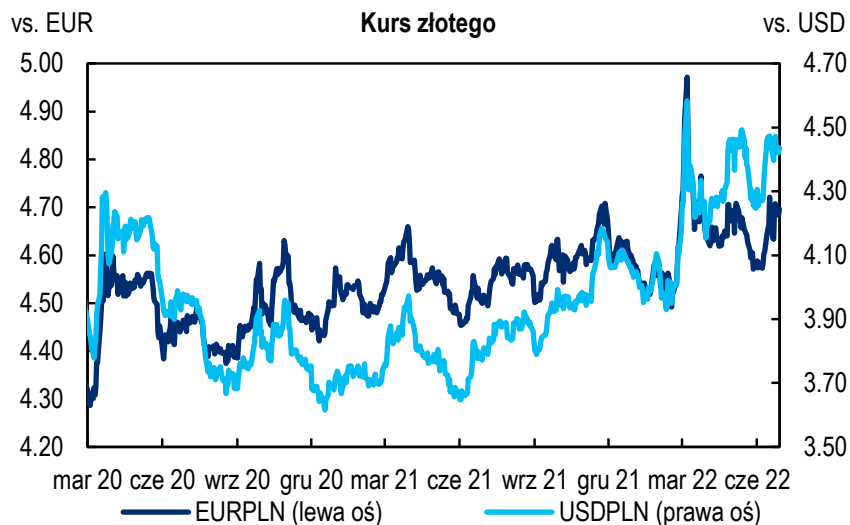
Prognozy stopy referencyjnej NBP



Stopa referencyjna może sięgnąć 7,5%

- Kończąc cykl w lipcu RPP musiałaby liczyć, że inflacja spadnie samoistnie po wygaśnięciu szoków energetycznych. W rzeczywistości jednak inflacja (bazowa) w Polsce charakteryzuje się dużą uporczywością, co w praktyce oznacza, że jeżeli wzrośnie ona do wysokiego poziomu (lub spadnie do niskiego), to następnie ma tendencję do pozostawania w tych właśnie okolicach.
- Z tego względu aby obniżyć inflację do celu konieczne może okazać się dłuższe utrzymywanie wzrostu gospodarczego poniżej „naturalnych” poziomów oraz jednoczesny wzrost bezrobocia. Przerwanie cyklu podwyżek w reakcji na pierwsze oznaki głębszego spowolnienia lub recesji oznaczałoby ustabilizowanie inflacji na zbyt wysokim poziomie.
- Biorąc to wszystko pod uwagę (podwyżki za granicą, wakacje kredytowe, wysokie oczekiwania inflacyjne i uporczywości inflacji) spodziewamy się jeszcze przynajmniej 150pb podwyżek stóp procentowych w tym roku. Oznaczałoby to, że do listopada stopa referencyjna sięgnie 7,5%.
- Na tle innych krajów regionu byłby to i tak niski poziom stóp. Z tego względu (i ze względu na uporczywość inflacji bazowej) nie spodziewamy się obniżek stopy referencyjnej przed 2024 rokiem.

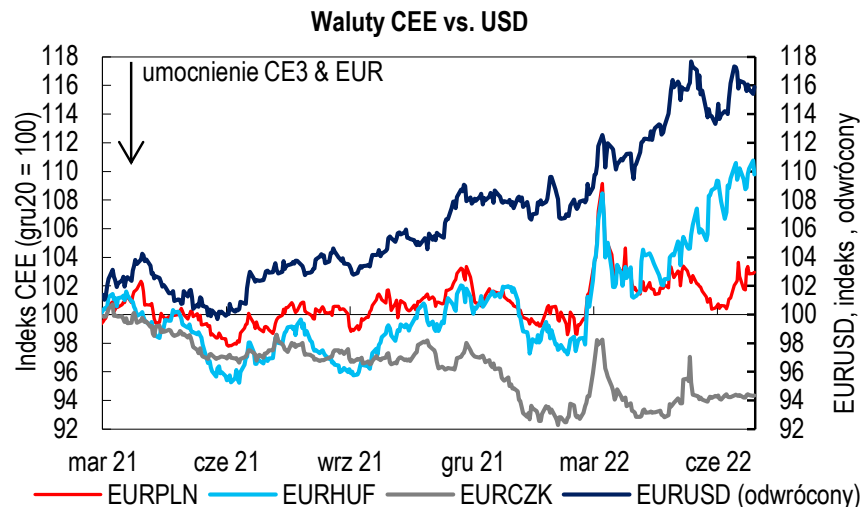
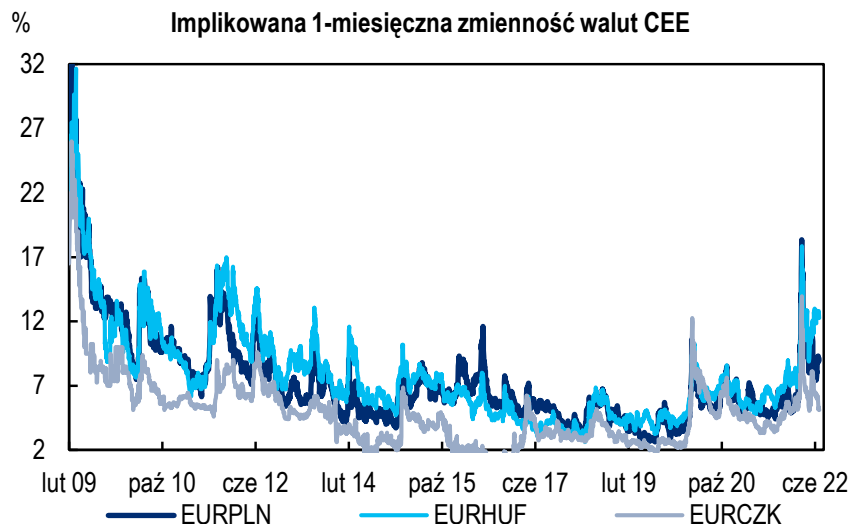
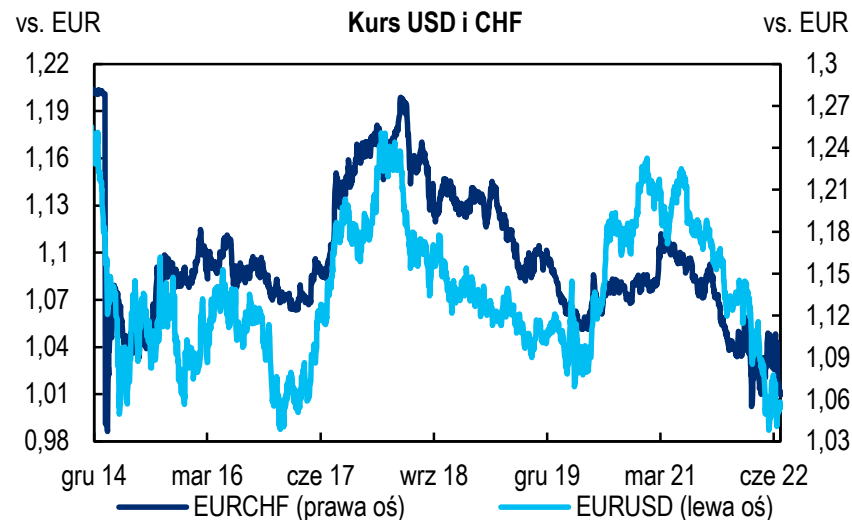
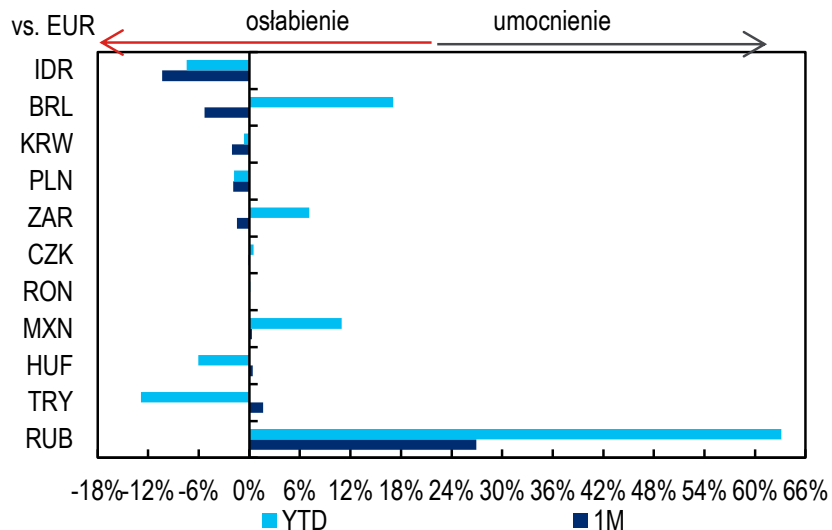
Rynek walutowy



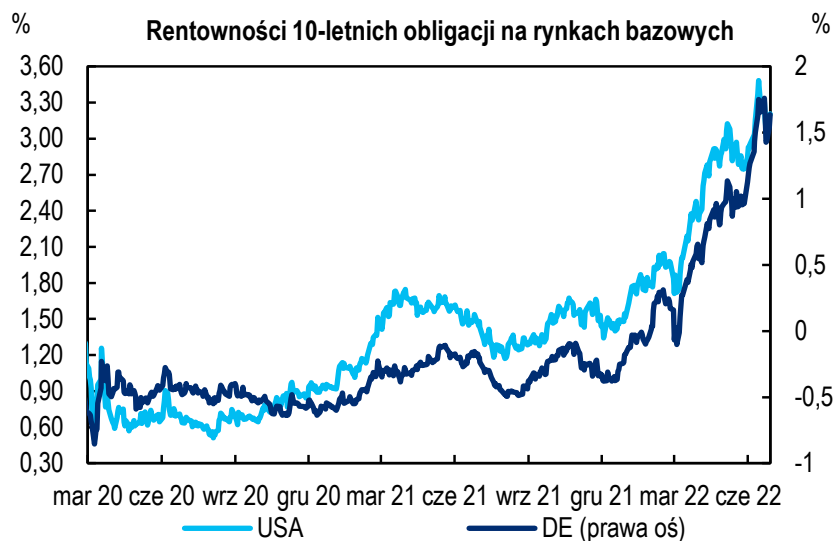
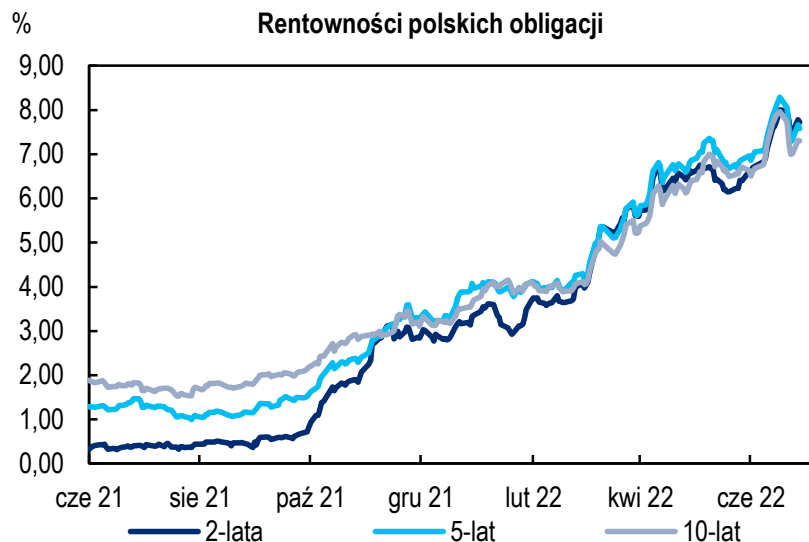
Złoty może się osłabiać

- Po okresie stabilizacji miniony miesiąc upłynął pod znakiem osłabiania się złotego wobec głównych walut. Złoty tracił wobec euro najbardziej w regionie, a kurs EURPLN wzrósł ok. 2,5% do ok. 4,68 z 4,57.
- Negatywnie na złotego wpłynął stosunkowo gołębi przekaz ze strony prezesa NBP o tym, że RPP zbliża się do końca podwyżek stóp procentowych oraz że w przyszłym roku mogą panować warunki umożliwiające obniżki stóp. Takie sformułowania oznaczałyby znacznie bardziej łagodne warunki polityki pieniężnej niż wyceniał to rynek. Jednocześnie podwyżki stóp kontynuował Fed (+75 pb) oraz rozpoczął je SNB (+50 pb), podczas gdy spadki indeksów PMI w Europie a szczególnie słabsze od prognoz dane z krajowej gospodarki za maj doprowadziły do wzrostu obaw o recesję. Możliwe, że zwiększyło to obawy o to, że wobec spowolnienia gospodarczego docelowy poziom stopy procentowej w Polsce może okazać się niższy, zmniejszając dysparytet stóp wobec głównych walut.
- Dalsze rozszerzenie deficytu obrotów bieżących, długi okres inflacji powyżej poziomów notowanych w strefie euro i możliwy wzrost rentowności amerykańskich obligacji będą działać w kierunku słabszego złotego w najbliższych tygodniach. Negatywnie na krajową walutę może też działać sugestia ze strony RPP o przerwie lub końcu podwyżek.

Rynek walutowy



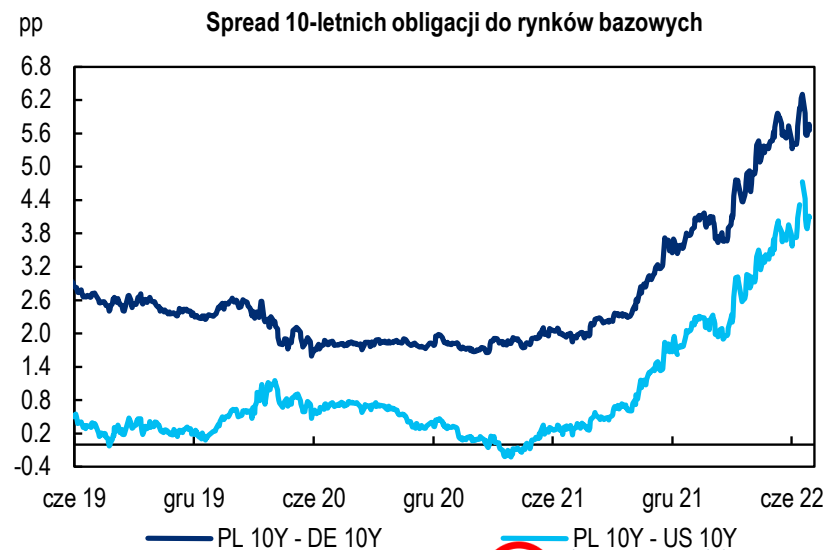
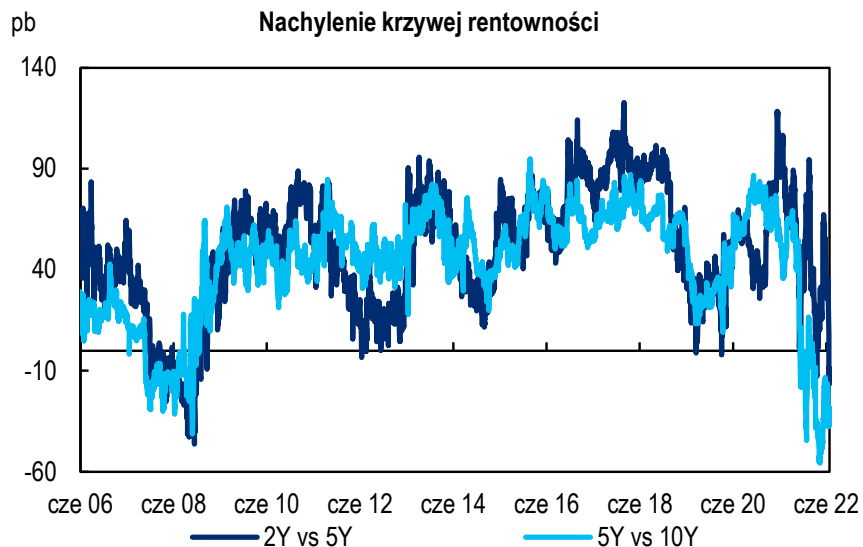
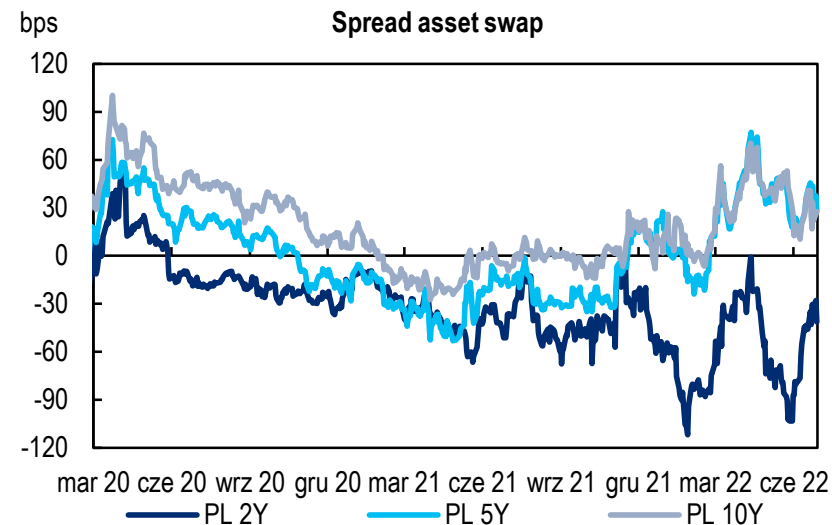
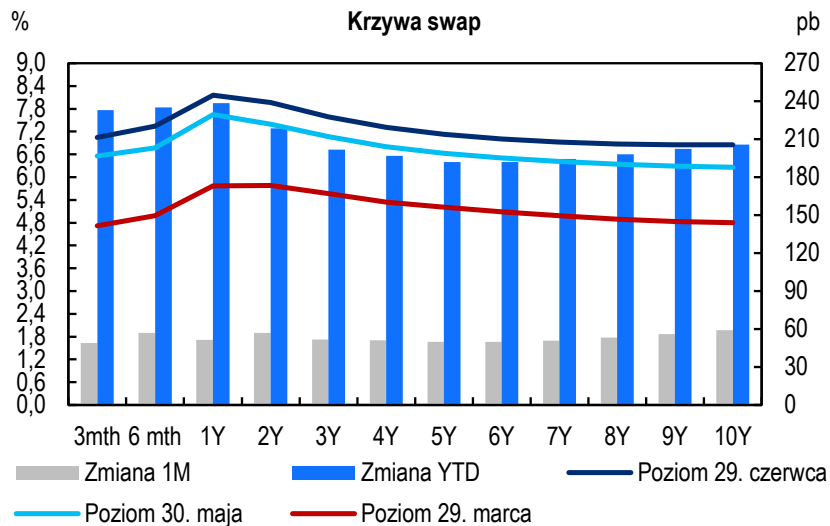
Rynek stopy procentowej



Rentowności najwyższe od lat

- W ostatnich tygodniach wzrostowy trend rynkowych stóp procentowych został utrzymany za sprawą oczekiwań na dalsze zaostrzanie polityki pieniężnej przez RPP wobec stale rosnącej i zaskakującej w górę inflacji oraz analogicznych tendencji na rynkach bazowych. Rentowności obligacji wzrosły o ok. 130 pb na krótszym końcu krzywej dochodowości oraz ok. 60 pb w przypadku obligacji 10-letnich, przy znacznym wzroście krótkoterminowych stawek asset swap. Stopy swap wzrosły o ok. 50-60 pb.
- Rentowności obligacji chwilowo przekroczyły barierę 8% nienotowaną na rynkach od 2004 r., w reakcji na dane inflacyjne z USA, jednak późniejszy spadek PMI dla czołowych gospodarek oraz seria negatywnych niespodzianek w danych o aktywności z Polski doprowadziły do spadku rentowności.
- Dalszy wzrost inflacji w czerwcu i założenie, że szczyt inflacji zostanie osiągnięty dopiero w okolicach września, wciąż dwucyfrowy wzrost płac oraz fakt, że zagraniczne banki centralne dopiero rozpoczęły cykl podwyżek mogą przyczyniać się do utrzymania wysokich rentowności. W kierunku wystromienia krzywej rentowności może zadziałać gołębi przekaz po posiedzeniu RPP. Dopiero zakończenie cyklu podwyżek oraz potwierdzenie głębszego spowolnienia w danych może doprowadzić do spadku długoterminowych stóp w kolejnych miesiącach.

Rynek stopy procentowej



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2021							2022					
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Strefa realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	29,7	18,1	9,5	13,0	8,7	7,6	14,8	16,3	18,0	17,3	15,4	12,4	15,0
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-0,9	3,8	-4,2	-2,7	10,9	2,1	4,9	-3,2	-4,0	3,4	16,3	-11,7	1,4
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	32,2	19,2	9,4	13,1	7,8	5,2	12,7	13,7	15,5	15,5	10,7	11,1	15,2
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	4,7	4,5	3,2	10,2	4,2	4,1	12,8	3,1	20,8	21,2	27,6	9,0	13,0
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	13,9	8,6	3,9	5,4	5,1	6,9	12,1	8,0	10,6	8,1	9,6	19,0	8,2
Stopa bezrobocia (%)	6,1	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,5	5,4	5,2	5,1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2,7	2,8	1,8	0,9	0,6	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9
Inflacja (% m/m)	0,3	0,1	0,4	0,3	0,7	1,1	1,0	0,9	1,9	-0,3	3,3	2,0	1,7
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	6,6	7,2	8,4	9,6	10,3	12,0	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,9	0,9	1,5	0,7	0,9	2,0	1,4	1,0	2,4	1,1	6,6	2,5	1,3
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	10,1	9,8	8,7	9,5	8,7	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	491	-464	-1.017	-527	-1.817	-1.166	-1.077	-2.491	-638	-2.663	-2.972	-3.924	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	2,7	2,0	1,7	1,4	0,9	0,4	-0,1	-0,6	-1,2	-1,7	-2,2	-2,8	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	653	321	-545	-712	-915	-1099	-1217	-1004	-1669	-1559	-3253	-2466	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	22241	22324	21690	22607	23930	25517	25327	25566	25166	25141	25831	26559	-
Eksport (% r/r)	38,3	15,8	9,2	23,9	9,4	8,9	7,4	26,6	20,0	9,8	16,2	6,7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	21588	22003	22235	23319	24845	26616	26544	26570	26835	26700	29084	29025	-
Import (% r/r)	46,4	29,2	16,3	33,6	22,4	24,2	24,3	35,5	37,4	20,2	34,3	22,6	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2021								2022				
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,0	7,4	8,8	9,1	8,6	8,6	10,1	8,9	7,7	8,0	7,9	8,2	7,6
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	6,9	6,4	6,7	7,0	6,9	6,8	8,0	7,1	6,5	4,7	2,2	2,5	2,3
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	10,6	4,8	7,6	7,9	6,9	7,8	11,1	10,3	7,6	7,9	7,3	8,8	8,8
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2,4	2,9	4,0	4,2	4,3	4,4	5,5	4,8	4,7	5,0	3,9	3,5	2,5
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-5,2	-4,7	-1,9	-1,5	-0,2	0,9	1,5	4,2	3,9	7,3	8,7	12,2	12,2
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	4,50	5,25
WIBOR 3M (średnio)	0,21	0,21	0,21	0,22	0,23	0,49	1,40	2,34	2,79	3,33	4,27	5,41	6,32
WIBOR 3M (koniec okresu)	0,21	0,21	0,21	0,23	0,23	0,74	2,06	2,54	3,02	3,65	4,77	6,05	6,59
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	0,09	0,08	0,02	0,01	0,16	1,54	2,10	3,47	3,60	3,72	5,07	6,17	6,17
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	0,31	0,39	0,45	0,49	0,82	2,07	2,84	3,35	3,70	4,08	5,59	6,58	6,61
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	1,28	1,28	1,08	1,20	1,57	2,41	3,20	3,99	4,12	4,30	5,66	6,86	6,97
EUR/PLN (koniec okresu)	4,48	4,52	4,57	4,54	4,63	4,62	4,68	4,60	4,60	4,69	4,65	4,66	4,58
USD/PLN (koniec okresu)	3,67	3,80	3,84	3,84	3,99	3,97	4,12	4,06	4,11	4,20	4,18	4,41	4,27
EUR/USD (koniec okresu)	1,22	1,19	1,19	1,18	1,16	1,16	1,14	1,13	1,12	1,12	1,11	1,06	1,07
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-9,4	-28,0	-35,3	-43,4	-47,6	-51,9	-50,4	26,4	-22,3	-11,3	0,3	-9,2	-12,1
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-8,6%	-25,6%	-32,3%	-39,7%	-43,5%	-47,5%	-46,1%	24,1%	-20,4%	-37,7%	0,9%	-30,8%	-40,3%

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, NBP, Citi Handlowy

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	472	528	588	597	598	675	690	773
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3.084	3.388
PKB per capita (USD)	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	18.113	20.308
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	8,2	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,8	6,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,2	5,9	5,4	1,4
Inwestycje (% r/r)	-8,2	4,0	9,4	6,1	-4,9	3,8	-0,1	-0,8
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,0	5,3	2,2	1,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,1	2,3	0,8
Eksport (% r/r)	8,8	9,5	6,9	5,2	0,0	11,8	-1,2	4,2
Import (% r/r)	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,1	15,9	3,4	3,2
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	14,1	6,7
Inflacja CPI (% średnia)	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	13,4	9,4
Place nominalne (% r/r)	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,6	12,9	9,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	6,0	5,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	7,50	7,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,72	7,70
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	7,30	7,10
USD/PLN (Koniec okresu)	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,54	4,23
USD/PLN (Średnia)	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,41	4,39
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,72	4,57
EUR/PLN (Średnia)	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,68	4,65

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-4,2	-28,4	-23,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-4,1	-3,1
Saldo handlu zagranicznego	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-22,5	-17,6
Eksport	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	323,3	353,0
Import	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	345,8	370,6
Saldo usług	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	28,0	30,3
Saldo dochodów	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-27,8	-29,6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-1,9	-3,6	-6,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-0,8	-2,2	-4,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	41,4	37,8	38,7

Prognozy długoterminowe

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	5,4	1,4	3,6	3,5	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	5,1	13,4	9,4	8,6	3,8	3,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-4,1	-3,1	-2,4	-2,1	-1,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,75	7,50	7,50	6,00	5,00	4,00
USD/PLN (Koniec okresu)	4,06	4,54	4,23	3,96	3,66	3,48
USD/PLN (Średnia)	3,86	4,41	4,39	4,10	3,81	3,55
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,60	4,72	4,57	4,48	4,47	4,45
EUR/PLN (Średnia)	4,57	4,68	4,65	4,51	4,48	4,46



Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

citi handlowy[®]

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań, by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.



Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.