

Piotr Kalisz, CFA
Cezary Chrapek, CFA
Wrzesień, 2022

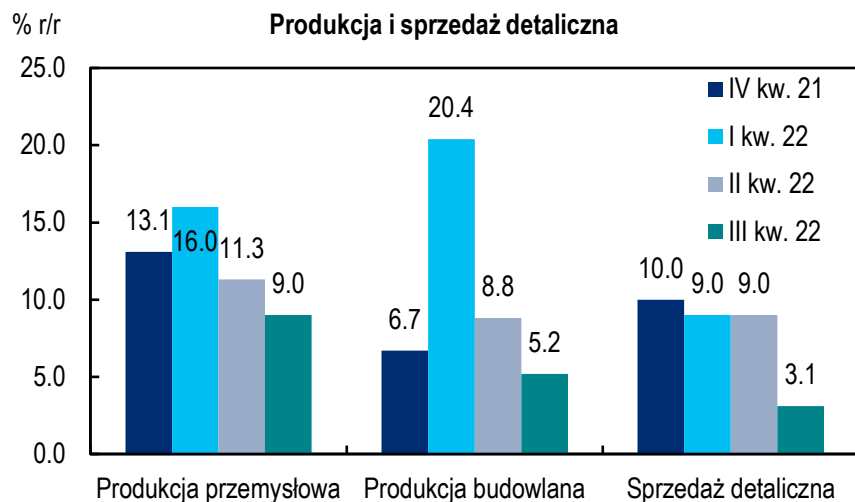
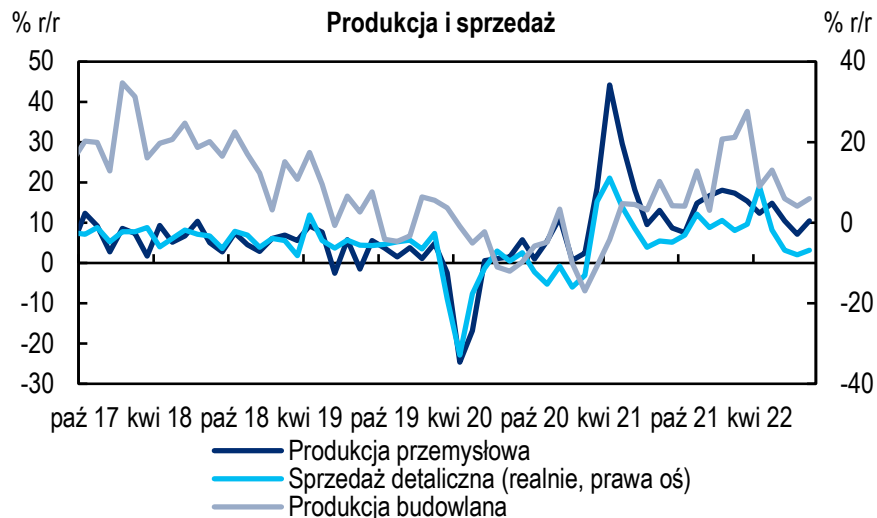
CitiMonthly

Strukturalne pogorszenie

Podsumowanie

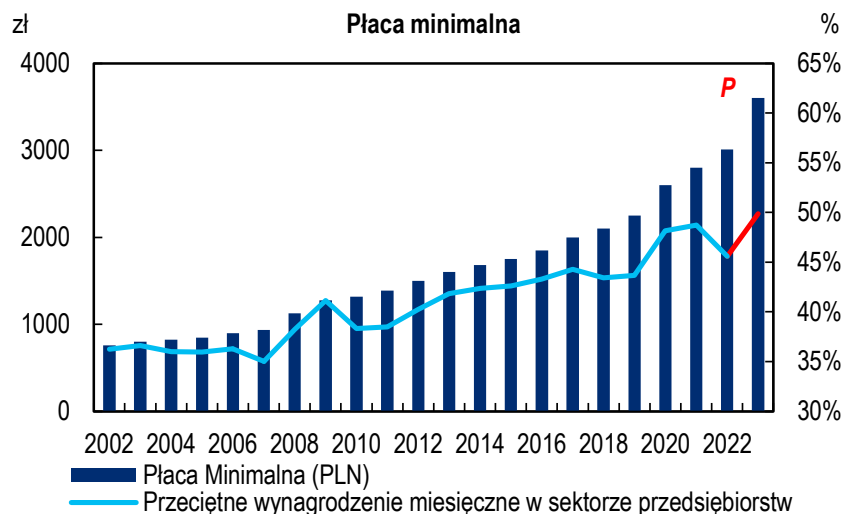
- Gospodarka wyraźnie hamuje, ale III kwartał powinien okazać się pod względem kwartalnej dynamiki PKB znacznie lepszy niż II kwartał. Wzrost w całym roku może być zbliżony do około 4%, ale w przyszłym roku – nawet pomimo spodziewanego odbicia – będzie niższy od 1%.
- Inflacja pozostaje poważnym wyzwaniem. Na szczyt CPI trzeba poczekać do początku przyszłego roku, a spadek w kolejnych kwartałach będzie stopniowy. Spowolnienie gospodarcze będzie z czasem sprzyjać obniżeniu inflacji bazowej, jednak powrót do celu wydaje się mało prawdopodobny przed 2025 r.
- Fundamentalny obraz polskiej gospodarki wyraźnie się pogorszył w ciągu ostatnich dwóch lat. Deficyt w rachunku bieżącym może sięgnąć około 5% PKB, przy malejącym napływie funduszy unijnych i mało prawdopodobnym uruchomieniu środków z KPO przed końcem przyszłego roku. Do tego deficyt fiskalny może sięgnąć 6% PKB, a wysoka dynamika płac stwarza ryzyko utrwalenia się inflacji na bardzo wysokim poziomie.
- Globalne otoczenia nie sprzyja krajom o wysokich, podwójnych deficytach. Silny dolar wzmacnia odpływ kapitału z rynków wschodzących, utrudniając finansowanie deficytu w rachunku bieżącym oraz finansowanie deficytu fiskalnego.
- Stopa referencyjna osiągnęła we wrześniu poziom 6,75%, a przedstawiciele Rady Polityki Pieniężnej kilkakrotnie sygnalizowali koniec cyklu podwyżek. Spodziewamy się jeszcze jednej podwyżki w listopadzie, jednak mamy świadomość (i obawę), że otoczenie zewnętrzne może wymusić dalej idące podwyżki. Jeżeli Fed miałby podnieść stopy ponad 5%, trudno byłoby RPP zakończyć cykl na 7%.

Trochę pozytywnych informacji



Wolniejsze hamowanie

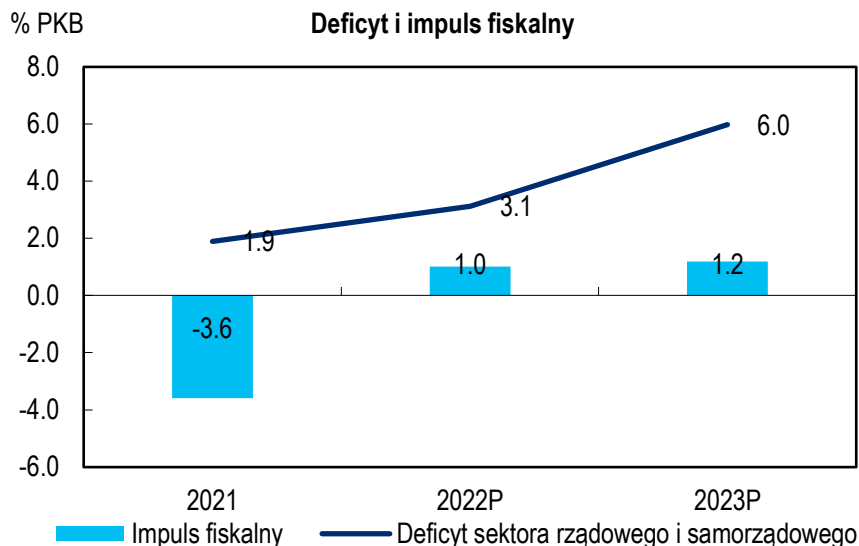
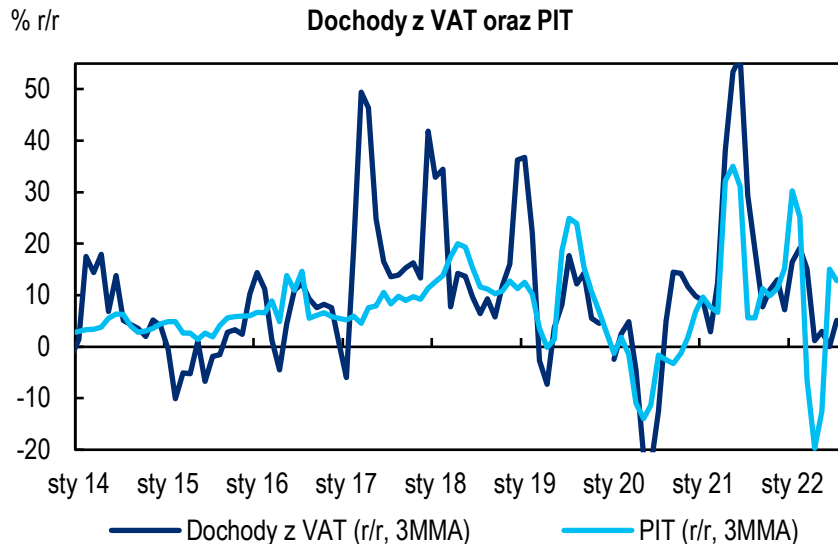
- Chociaż gospodarka działa na obniżonych obrotach, ostatnie dane stanowią pozytywną odmianę po bardzo słabym II kwartale. Produkcja przemysłowa wzrosła w sierpniu o 0,7% m/m (dane odsezonowane) i był to drugi z kolei miesięczny wzrost.
- Z kolei sprzedaż detaliczna wzrosła w minionym miesiącu o 1,6% m/m, co zapewne odzwierciedlało wpływ zarówno spadku stawki PIT z 17% do 12% od lipca br., jak i wakacji kredytowych.
- Dane za lipiec i sierpień potwierdzają, że głęboki spadek PKB z II kwartału, raczej nie powtórzy się w III kwartale – zamiast ponad 2% spadku spodziewamy się obniżenia PKB o co najwyżej kilka dziesiątych proc. Słaby złoty pomaga ustabilizować gospodarkę, wspierając eksport oraz przesuując popyt konsumpcyjny w kierunku krajowych usług i towarów. Mimo to roczne tempo wzrostu PKB zapewne będzie wyraźnie hamować.
- W całym roku spodziewamy się wzrostu gospodarczego w tempie zbliżonym do 4%, a w przyszłym roku w tempie niższym od 1%. Dokładne wyniki będą uzależnione od skali wsparcia dla gospodarstw domowych i firm dotkniętych przez rosnące ceny energii. Na tym etapie wydaje się jednak, że najbliższe kwartały miną pod znakiem wyraźnego osłabienia konsumpcji oraz inwestycji.



Lekkie wyhamowanie wynagrodzeń

- W sierpniu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 12,7% r/r, powracając do poziomów notowanych przed wakacjami po jednorazowym wzroście płac o 15,8% r/r w lipcu, spowodowanym wypłatą premii w górnictwie, energetyce i leśnictwie.
- Mimo spowolnienia w sierpniu wzrost płac pozostaje wysoki, a płace pozostają pod wpływem „inflacyjnych” dostosowań w wielu sektorach. Ponadto stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w sierpniu do zaledwie 4,8%.
- Zakładamy, że spowolnienie na rynku pracy będzie stopniowe, a dynamika płac może pozostać wysoka, najprawdopodobniej zbliżona do ok. 10% także w przyszłym roku. Podwyższona inflacja sprawi jednak, że realny wzrost płac będzie lekko ujemny w 2023 r., negatywnie wpływając na konsumpcję.
- Oczekujemy stopniowego wzrostu stopy bezrobocia w kolejnych kwartałach, co powinno pomóc ograniczyć presję cenową.
- Jednym z czynników podtrzymujących wysoką dynamikę płac w 2023 r. jest zapowiedziana przez rząd na 2023 r. znacząca podwyżka płacy minimalnej do 3490 zł w I poł. roku, a w II poł. do 3600 zł, tj. średniorocznie o ok. 17,8% w porównaniu do 2022 roku.

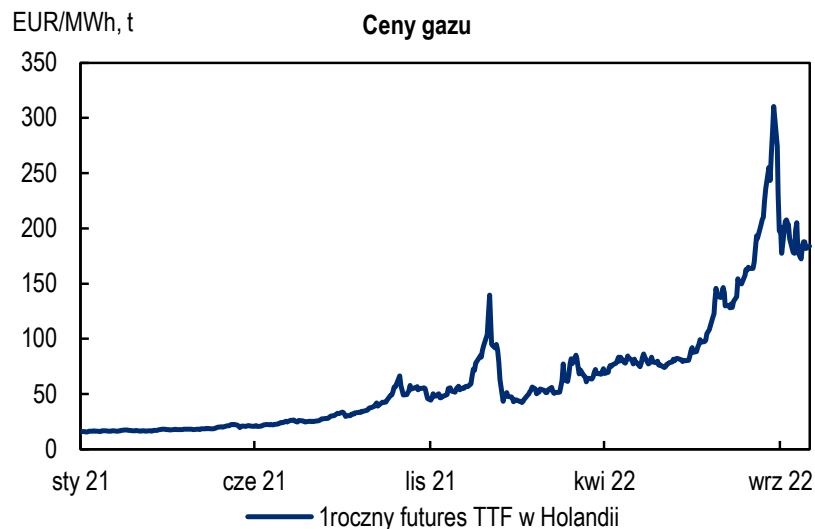
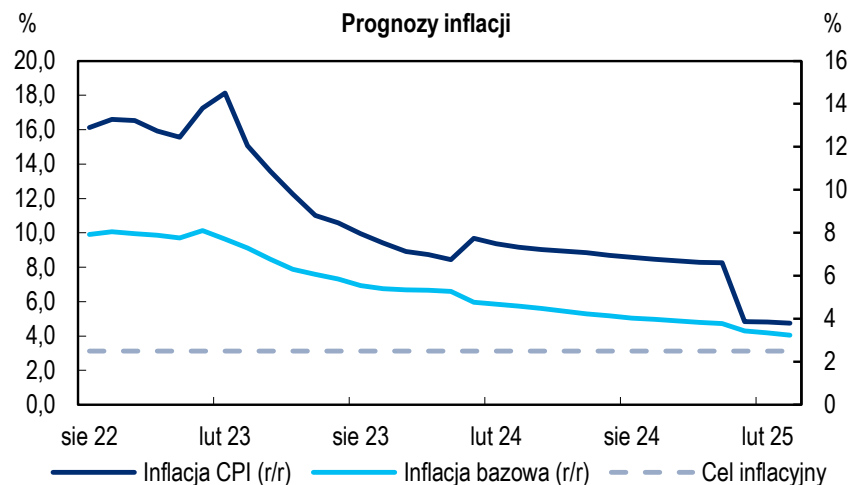
Budżet puchnie



Bliżej 6%?

- Projekt budżetu na 2023 rok przewiduje deficyt sektora rządowego i samorządowego na poziomie 4,4% PKB, jednak dokument ten nie uwzględnia istotnych zmian wydatkowych i podatkowych, które można uznać za bardzo prawdopodobne. Główne z nich to przedłużenie tarczy antyinflacyjnej (ok. 40 mld zł), wypłata czternastej emerytury (około 11 mld zł) oraz działania mające na celu ograniczenie skali podwyżek cen energii (zapewne łącznie około kilkudziesięciu miliardów zł).
- W praktyce oznacza to, że nawet w przypadku pozytywnej niespodzianki w tegorocznej realizacji budżetu, przyszłoroczny deficyt może sięgnąć przynajmniej 6% PKB.
- Same planowane wydatki budżetu centralnego mają wzrosnąć o około 28% r/r. Tak znaczne powiększenie budżetu to efekt bardzo wysokiej inflacji, jak i zmian w regule wydatkowej, dzięki którym możliwe jest znaczne podniesienie poziomu wydatków.
- Podstawowe ryzyko jakie rysuje się w polityce fiskalnej, to możliwość dalszego bardzo istotnego zwiększenia wydatków w odpowiedzi na kryzys energetyczny. Podtrzymywanie w ten sposób popytu na podwyższonym poziomie może w obliczu negatywnych szoków podaży prowadzić do utrwalenia wysokiej inflacji.

Dwucyfrowa inflacja na dłużej

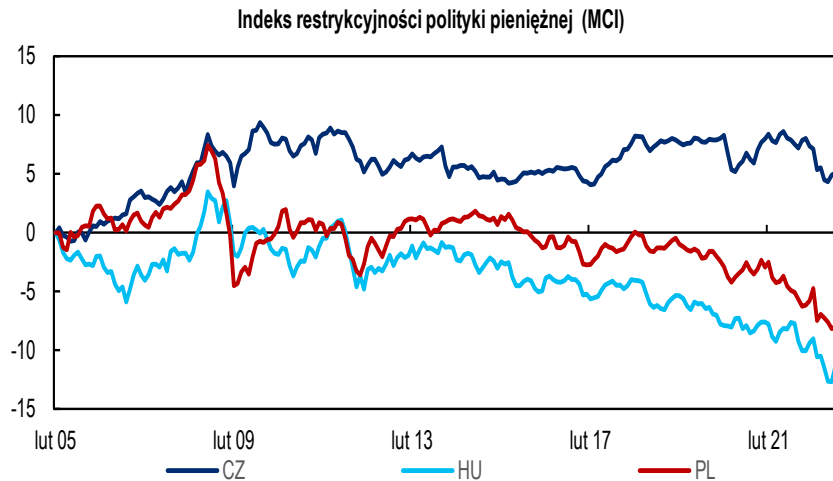
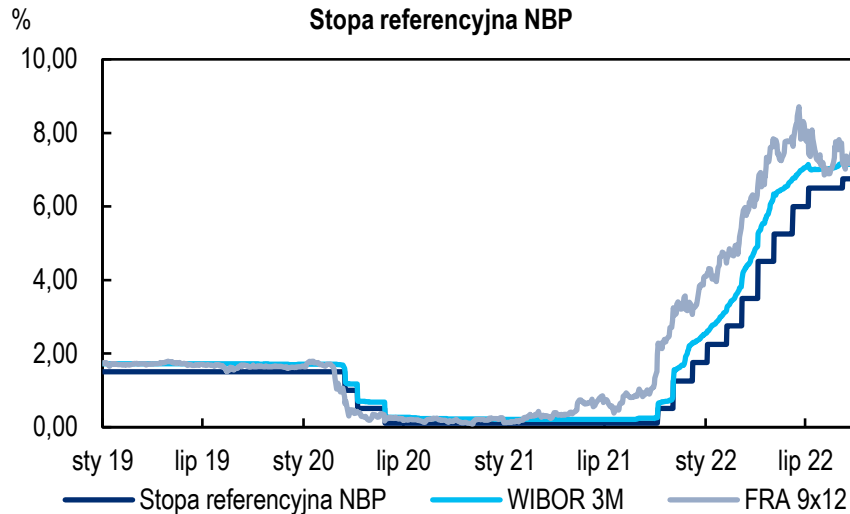


Źródło: Haver, szacunki Citi Handlowy

Kolejna nieprzyjemna niespodzianka

- W sierpniu inflacja wzrosła do 16,1% r/r, przebijając nasze oraz rynkowe prognozy. Trudno wskazać jeden „motor wzrostu” cen, gdyż podwyżki są powszechne i nie ograniczają się do jednej kategorii. Nawet po wyeliminowaniu wpływu energii, paliw oraz żywności ceny rosną obecnie w zannualizowanym tempie ~ 10%. Co prawda miesięczne wzrosty są obecnie nieco niższe niż w połowie roku, jednak droga do normalizacji jest daleka.
- Spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach wciąż będą się ujawniać efekty drugiej rundy. Wiąże się to z tym, że początkowy szok kosztowy najprawdopodobniej wciąż nie został w pełni uwzględniony w cenach przez wszystkie firmy.
- Dla prognoz inflacji kluczowe będzie to w jakim stopniu działania rządowe przyczynią się do zamrożenia lub wygładzenia cen energii. Nasz obecny scenariusz zakłada szczyt inflacji w okolicach 18% w lutym 2023 r., po którym ma nastąpić stopniowy spadek CPI związany z efektami bazy oraz ograniczenie presji cenowej na skutek spowolnienia gospodarczego. Jeżeli chodzi o ryzyka, działania rządowe mogą obniżyć dynamikę cen energii w stosunku do tej przewidywanej przez nas. Z drugiej strony widzimy poważne ryzyko, że wzrosty w pozostałych kategoriach mogą być większe od przewidywanych. Na tym etapie uznajemy, że oba ryzyka wzajemnie się kompensują.

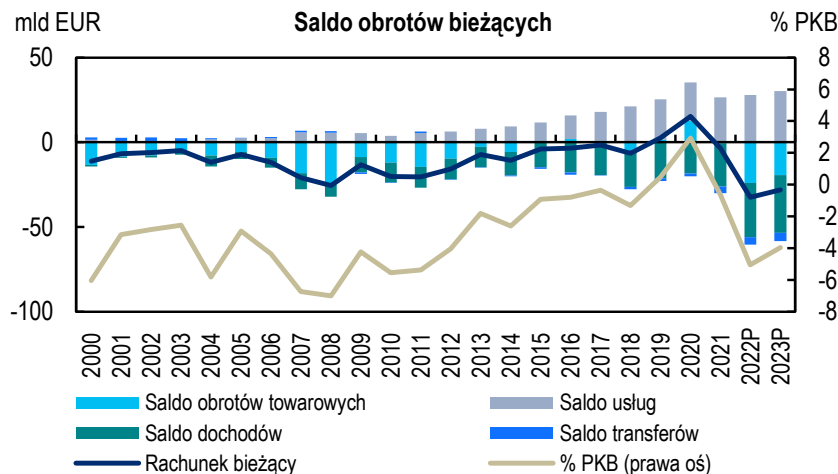
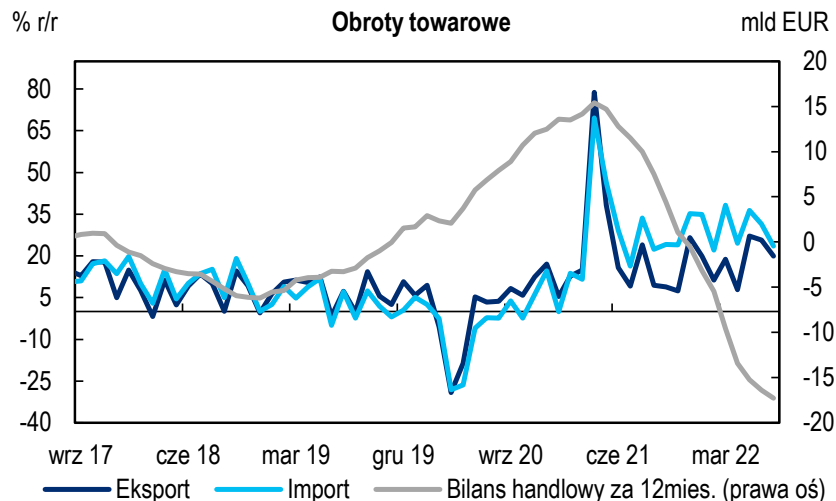
Polityka pieniężna



Coraz bliżej końca?

- We wrześniu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) podniosła stopę referencyjną o 25 pb do 6,75%. Jednocześnie prezes Glapiński i kilku innych członków Rady zasugerowało, że cykl podwyżek dobiega lub wręcz nawet już dobiegł końca. Gołębiego tonu tym wypowiedziom dodały deklaracje szefa NBP o możliwości obniżek stóp procentowych pod koniec 2023 roku, o ile inflacja spadnie do jednocyfrowych poziomów.
- Biorąc pod uwagę oznaki spowolnienia oraz spadek aktywności kredytowej, próba zakończenia cyklu przez RPP nie powinna dziwić. Spodziewamy się jeszcze jednej niewielkiej podwyżki w listopadzie (do 7%), a następnie kilku miesięcy stabilizacji stóp. Prawdopodobna recesja, spadek inflacji oraz zbliżające się wybory mogą skłonić Radę do obniżek pod koniec 2023 r.
- Pomimo słabnącego wzrostu gospodarczego wydaje się jednak, że sygnalizowanie obniżek w tym momencie może być bardzo ryzykowne. Gdyby stopy Fed miały przekroczyć 5% (scenariusz ten ciężko uznać za mało prawdopodobny), wtedy utrzymywanie stóp w Polsce na poziomie 7% byłoby trudne, szczególnie w obliczu możliwego osłabienia złotego. Dlatego nie zdziwilibyśmy się gdyby RPP jednak została zmuszona do ponownego zaostrzenia tonu.

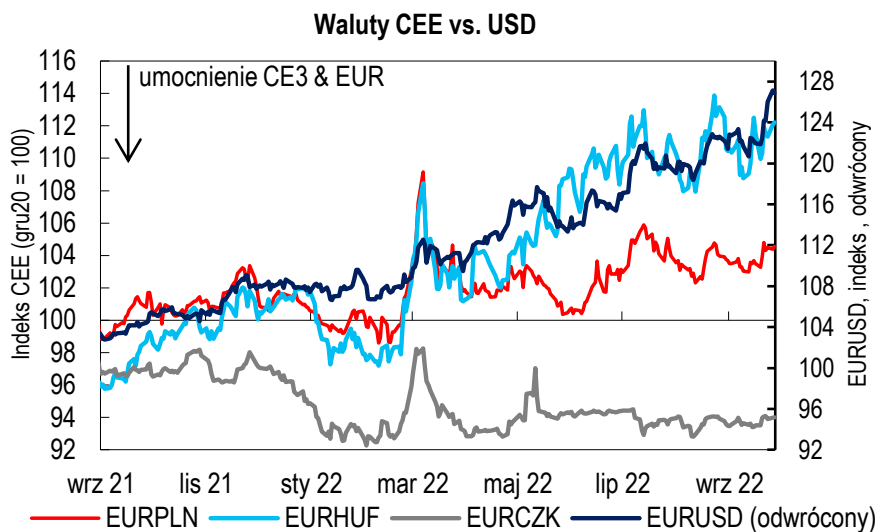
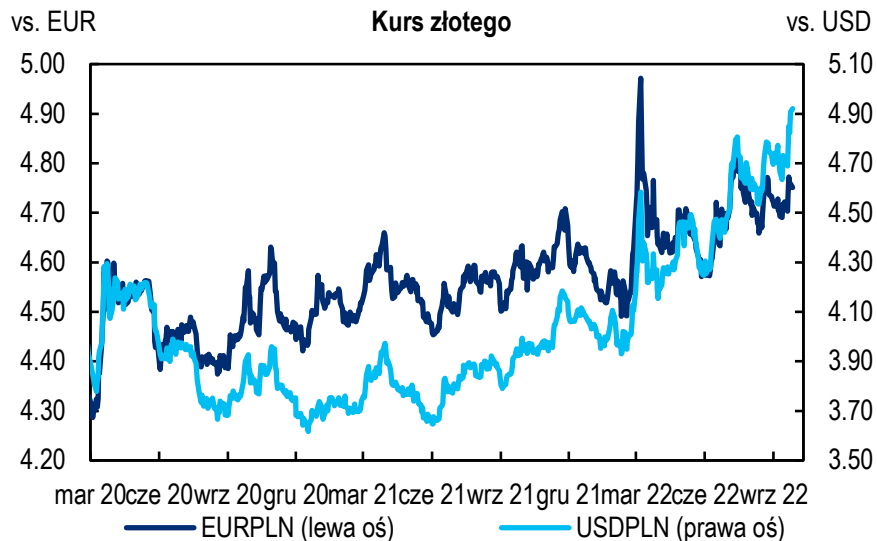
Rachunek obrotów bieżących



Deficyt obrotów bieżących wciąż się rozszerza

- W lipcu deficyt obrotów bieżących poszerzył się do 1,74 mld € z 1,47 mld € w czerwcu, zgodnie z naszymi oczekiwaniami oraz konsensusem rynkowym (odpowiednio 1,78 mld € i 1,85 mld €).
- Główną przyczyną deficytu na rachunku obrotów bieżących jest utrzymujące się od 14 miesięcy ujemne saldo handlowe, związane ze znacznie szybszym wzrostem cen w imporcie niż w eksporcie. Niemniej jednak w lipcu dynamika zarówno eksportu, jak i importu była niższa niż miesiąc wcześniej.
- Według NBP wyniki lipcowego eksportu były wzmacniane przez zwiększoną sprzedaż zagraniczną w sektorze motoryzacyjnym, związaną z częściowym odblokowaniem łańcuchów dostaw. Wartość importu była z kolei wspierana przez zakupy towarów zaopatrzeniowych oraz paliw, w tym w szczególności ropy naftowej, której ceny w lipcu w złotym osiągnęły swoje maksimum – 460 złotych za baryłkę.
- Skumulowane saldo obrotów bieżących wzrosło w lipcu do 4% PKB wobec 3,9% PKB w czerwcu. Spodziewamy się kontynuacji tego trendu oraz szacujemy, że saldo obrotów bieżących wyniesie około 5% PKB na koniec bieżącego roku. Jednak wraz z osłabiającym się popytem wewnętrznym i spadkiem cen surowców oczekujemy spadku deficytu do 3-4% PKB w ciągu dwóch najbliższych lat.

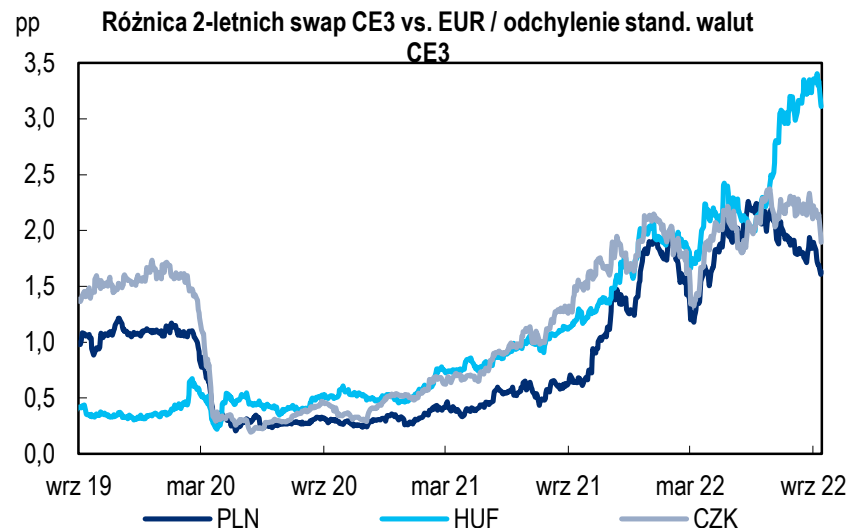
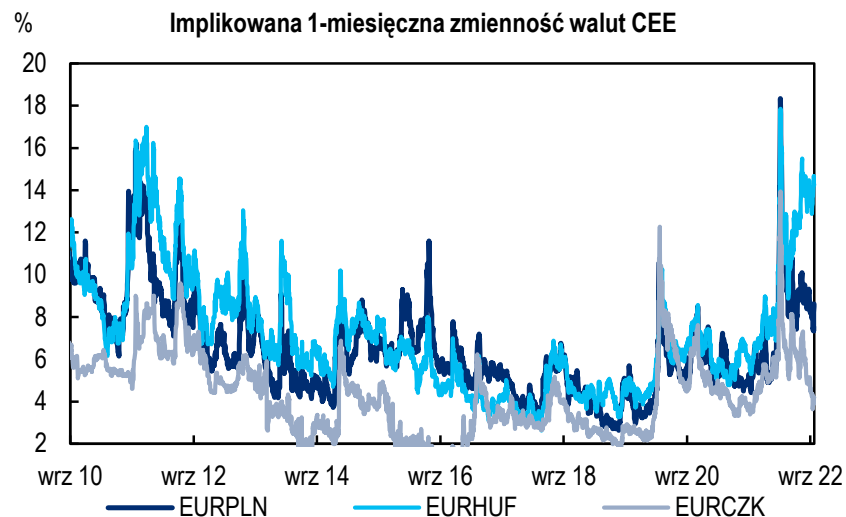
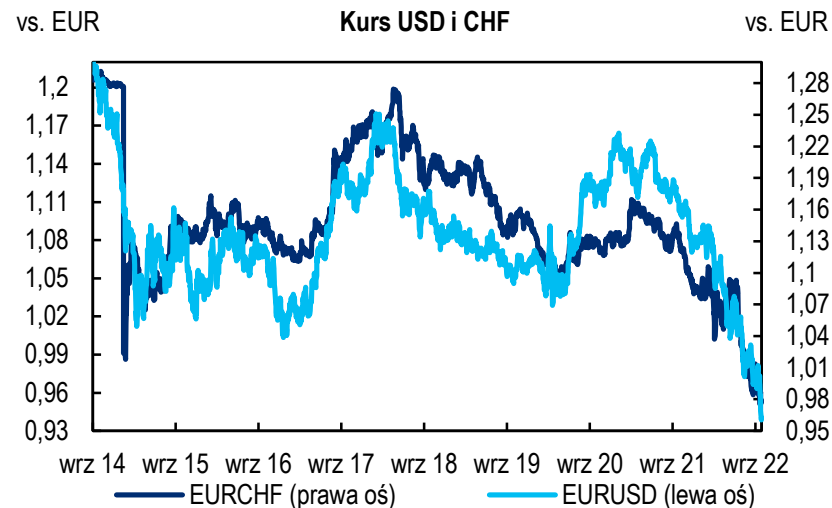
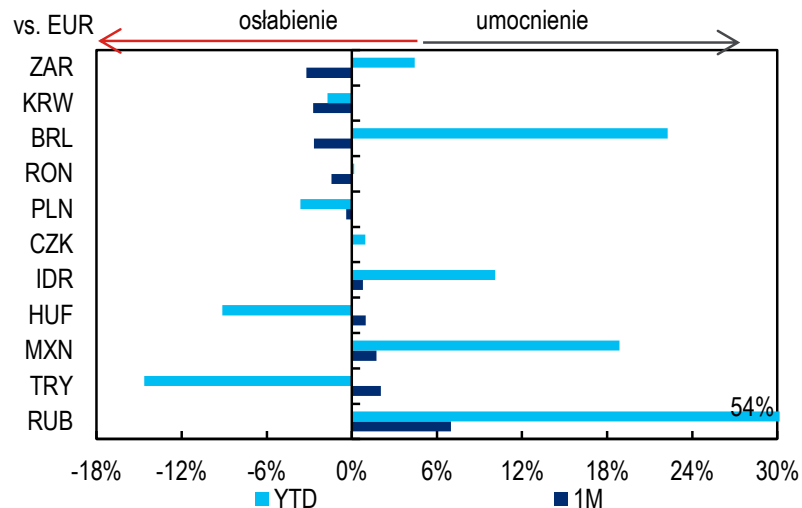
Rynek walutowy



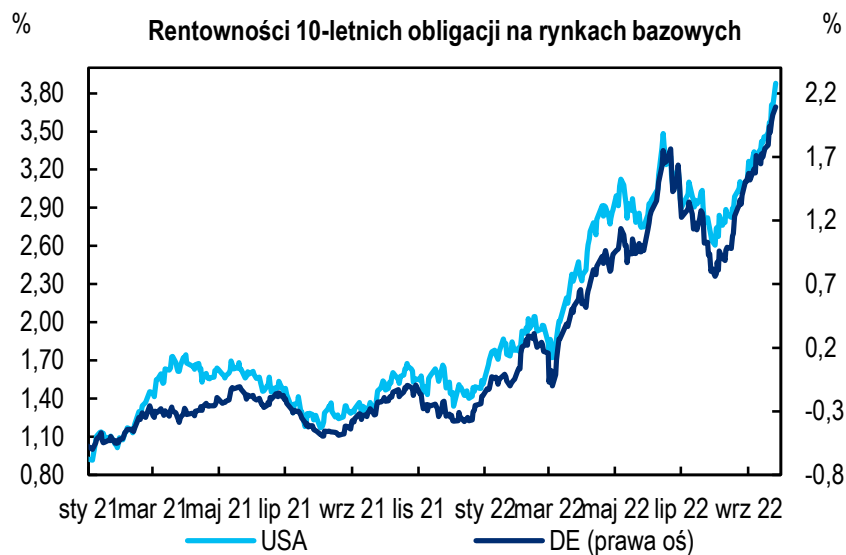
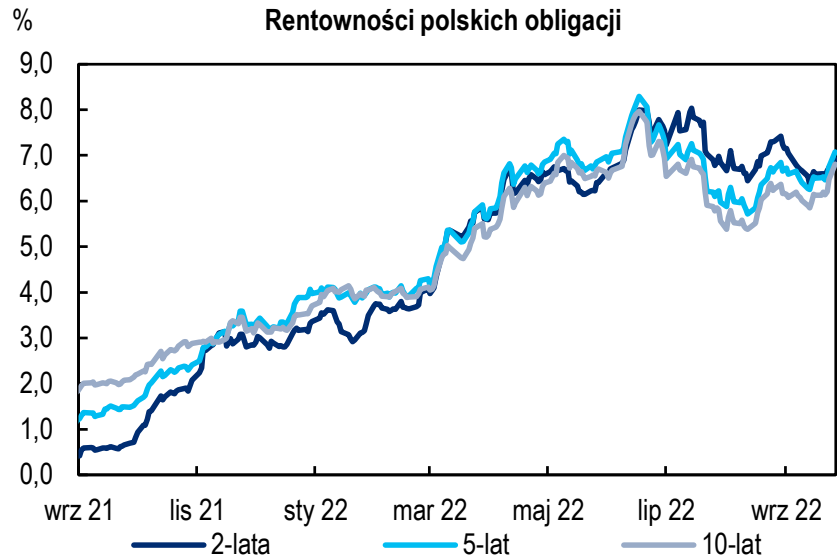
Złoty może dalej tracić

- W minionym miesiącu złoty wyraźnie stracił na wartości wobec dolara i pozostał stosunkowo stabilny wobec euro.
- Szczególnie w drugiej połowie września negatywnie na waluty regionu wpływało umocnienie dolara na międzynarodowych rynkach, a także zapowiedź wstrzymania wypłat środków unijnych dla Węgier, co było postrzegane również jako potencjalny czynnik ryzyka dla Polski. Negatywnie na apetyty na ryzyko wpłynęła także ogłoszona w Rosji mobilizacja.
- Sądzymy, że zbliżający się do końca cykl zacieśnienia polityki pieniężnej przy dalszych podwyżkach stóp przez główne banki centralne będzie prowadzić do zmniejszenia dysparytetu stóp procentowych wobec euro czy dolara, co może negatywnie wpływać na złotego w najbliższych miesiącach. Podobny wpływ może mieć recesja, stopniowe pogarszanie się sytuacji fiskalnej oraz utrzymujący się deficyt na rachunku obrotów bieżących wobec niepewności co do rozwoju konfliktu na Ukrainie. Negatywnie na PLN może wpływać także mocny dolar.
- W dłuższej perspektywie złotemu może sprzyjać pewna poprawa na rachunku bieżącym i umocnienie euro. Jednak potencjał do umocnienia będzie ograniczał długi okres utrzymywania się inflacji powyżej celu i poziomów inflacji w strefie euro.

Rynek walutowy



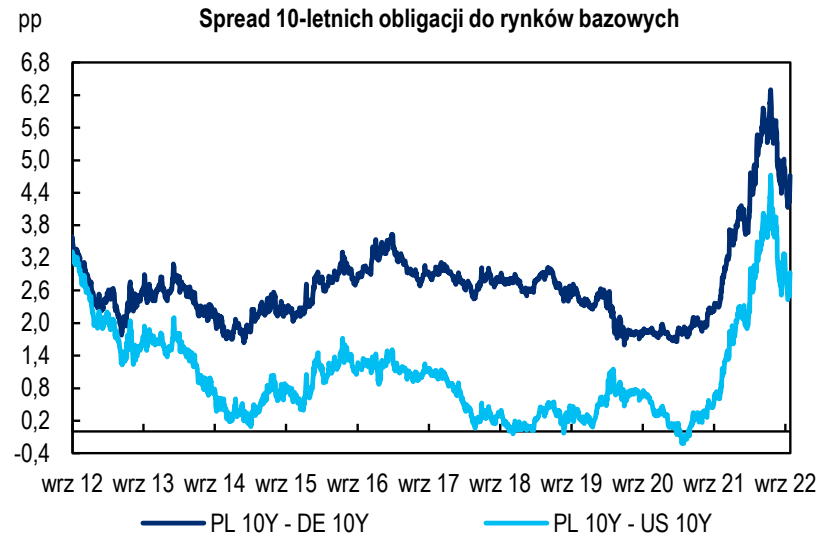
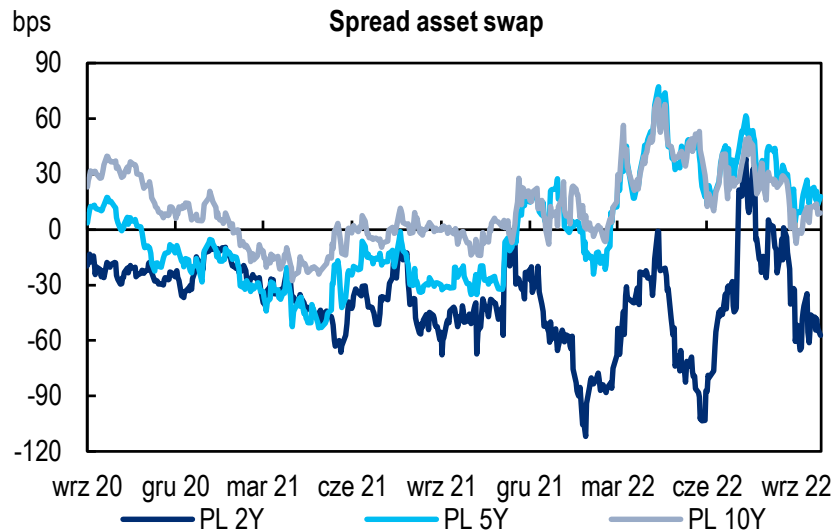
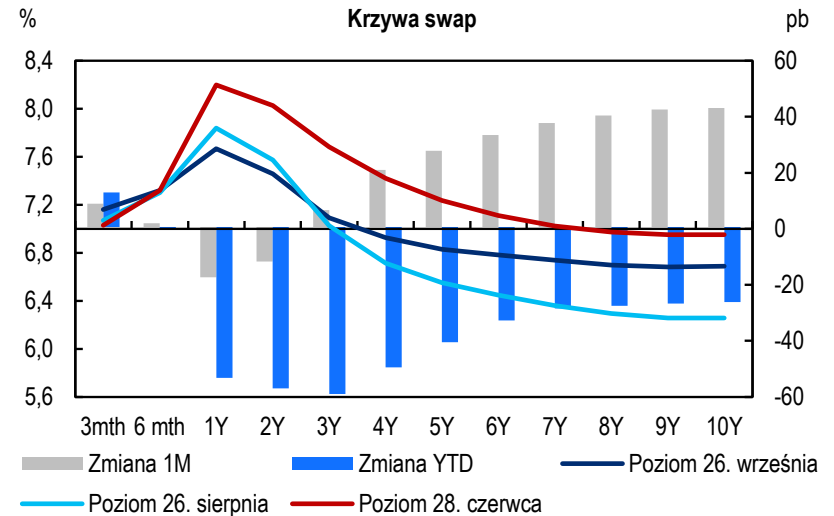
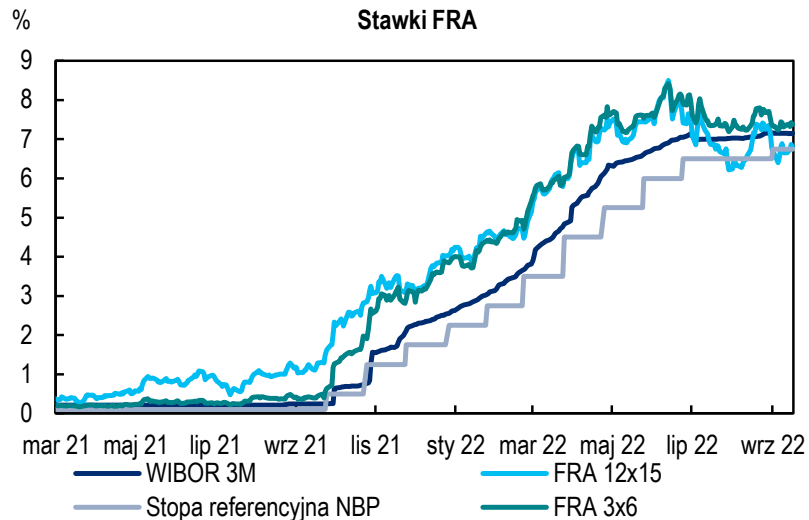
Rynek stopy procentowej



Niewielka przestrzeń do spadku rentowności

- Miniony miesiąc stał pod znakiem wystromienia krzywej swap i dochodowości obligacji skarbowych przy wzroście stóp o tenorze powyżej 2 lat o 30-50pb. Rentowności 2-letnich obligacji spadły o ok. 40 pb głównie za sprawą znacznego obniżenia się spreadu asset swap przy znacznie mniejszym spadku spreadu dla dłuższych tenorów.
- Zmienność na rynku stopy procentowej pozostawała wysoka, ale skala ruchów była stosunkowo ograniczona wobec poprzednich miesięcy do ostatnich dni września, kiedy odnotowano znaczny ruch stóp w górę. Obawy o recesję ustąpiły ponownie obawom o wysoką inflację przy istotnym wzroście stóp na rynkach bazowych wobec podwyżek stóp procentowych przez główne banki centralne i ich jastrzębiego tonu.
- Dalszy wzrost inflacji we wrześniu i oczekiwany szczyt w I kw. 23 r. czy ryzyko słabszego złotego będą ograniczać przestrzeń do spadku stóp swap (szczególnie krótkoterminowych) w najbliższych miesiącach. Z kolei negatywnie na obligacje może wpływać oczekiwane pogorszenia się sytuacji fiskalnej przy ryzyku znacznie wyższych potrzeb pożyczkowych wobec programów ograniczających wzrost cen energii, jak również możliwy dalszy wzrost rentowności Bundów i potencjalnie dalszy wzrost spreadów obligacji innych europejskich krajów wobec Bundów.

Rynek stopy procentowej



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2021					2022							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	13,0	8,7	7,6	14,8	16,3	18,0	17,3	15,4	12,4	14,9	10,4	7,1	10,9
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-2,7	10,9	2,1	4,9	-3,2	-4,0	3,4	16,3	-11,7	1,3	-0,3	-7,0	0,7
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	13,1	7,8	5,2	12,7	13,7	15,5	15,5	10,7	11,1	14,8	10,0	6,9	11,1
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	10,2	4,2	4,1	12,8	3,1	20,8	21,2	27,6	9,0	13,0	6,0	4,2	6,1
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	5,4	5,1	6,9	12,1	8,0	10,6	8,1	9,6	19,0	8,2	3,2	2,0	4,2
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,5	5,4	5,2	5,1	4,9	4,9	4,8
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0,9	0,6	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4
Ceny													
Inflacja (% r/r)	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1
Inflacja (% m/m)	0,3	0,7	1,1	1,0	0,9	1,9	-0,3	3,3	2,0	1,7	1,5	0,5	0,8
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	9,6	10,3	12,0	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,7	0,9	2,0	1,4	1,0	2,4	1,1	6,6	2,5	1,4	1,6	1,3	0,8
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	9,5	8,7	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-527	-1.817	-1.368	-1.269	-2.685	-1.046	-3.787	-4.010	-3.476	-1.485	-1.468	-1.735	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	1,4	0,9	0,3	-0,1	-0,7	-1,4	-2,0	-2,8	-3,4	-3,8	-3,9	-3,9	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-712	-915	-1099	-1153	-938	-1208	-1659	-3537	-2620	-1157	-849	-1452	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	22607	23930	25517	25324	25561	25146	25468	26389	26848	28289	28076	26010	-
Eksport (% r/r)	23,9	9,4	8,9	7,4	26,6	19,9	11,2	18,7	7,9	27,2	25,8	19,9	-
Import f.o.b. (mln EUR)	23319	24845	26616	26477	26499	26354	27127	29926	29468	29446	28925	27462	-
Import (% r/r)	33,6	22,4	24,2	23,9	35,1	35,0	22,1	38,2	24,5	36,4	31,5	23,5	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2021					2022							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,1	8,6	8,6	10,1	8,9	7,7	8,0	7,9	8,2	7,6	6,5	6,2	7,4
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	7,0	6,9	6,8	8,0	7,1	6,5	4,7	2,2	2,5	2,3	1,8	1,8	2,3
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7,9	6,9	7,8	11,1	10,3	7,6	7,9	7,3	8,8	8,8	8,6	7,7	10,3
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	4,2	4,3	4,4	5,5	4,8	4,7	5,0	3,9	3,5	2,5	2,0	0,9	0,2
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-1,5	-0,2	0,9	1,5	4,2	3,9	7,3	8,7	12,2	12,2	14,2	15,0	18,8
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	0,10	0,10	0,50	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00	6,50	6,50
WIBOR 3M (średnio)	0,22	0,23	0,49	1,40	2,34	2,79	3,33	4,27	5,41	6,32	6,82	7,03	7,06
WIBOR 3M (koniec okresu)	0,23	0,23	0,74	2,06	2,54	3,02	3,65	4,77	6,05	6,59	7,05	7,01	7,11
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	0,01	0,16	1,54	2,10	3,47	3,60	3,72	5,07	6,17	6,17	6,75	6,65	6,69
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	0,49	0,82	2,07	2,84	3,35	3,70	4,08	5,59	6,58	6,61	7,54	6,85	7,15
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	1,20	1,57	2,41	3,20	3,99	4,12	4,30	5,66	6,86	6,97	7,32	5,98	6,69
EUR/PLN (koniec okresu)	4,54	4,63	4,62	4,68	4,60	4,60	4,69	4,65	4,66	4,58	4,68	4,74	4,73
USD/PLN (koniec okresu)	3,84	3,99	3,97	4,12	4,06	4,11	4,20	4,18	4,41	4,27	4,48	4,64	4,74
EUR/USD (koniec okresu)	1,18	1,16	1,16	1,14	1,13	1,12	1,12	1,11	1,06	1,07	1,04	1,02	1,00
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-43,4	-47,6	-51,9	-50,4	26,4	-22,3	-11,3	0,3	-9,2	-12,1	-27,7	-34,7	--
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-39,7%	-43,5%	-47,5%	-46,1%	24,1%	-20,4%	-10,3%	0,2%	-8,4%	-40,3%	-92,8%	-115,9%	--

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	666	749
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3.017	3.342
PKB per capita (USD)	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.474	19.669
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	3,7	0,6
Inwestycje (% r/r)	-8,2	4,0	9,4	6,1	-4,9	3,8	2,6	0,0
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,0	5,3	3,5	1,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,1	4,2	1,3
Eksport (% r/r)	8,8	9,5	6,9	5,2	0,0	11,8	2,0	3,5
Import (% r/r)	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,1	15,9	5,7	3,2
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	15,6	8,4
Inflacja CPI (% średnia)	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	13,9	11,9
Płace nominalne (% r/r)	4,1	5,9	7,1	6,6	4,7	8,8	13,0	10,8
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,8	1,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	7,00	6,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,19	6,19
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,30	6,10
USD/PLN (Koniec okresu)	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,72	4,33
USD/PLN (Średnia)	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,48	4,47
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,72	4,63
EUR/PLN (Średnia)	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,68	4,66

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	-33,5	-29,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-5,0	-3,9
Saldo handlu zagranicznego	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-25,2	-20,5
Eksport	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	334,1	367,4
Import	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	359,3	387,9
Saldo usług	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	29,4	32,0
Saldo dochodów	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-33,4	-35,9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-3,1	-6,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,8	-1,7	-4,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,9	48,4	46,4	43,2	47,5	43,8	41,1	41,5

Prognozy długoterminowe

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	3,7	0,6	3,6	3,5	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	5,1	13,9	11,9	8,8	4,1	3,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-5,0	-3,9	-3,2	-3,0	-2,7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,75	7,00	6,00	5,00	4,00	4,00
USD/PLN (Koniec okresu)	4,06	4,72	4,33	4,19	4,01	3,74
USD/PLN (Średnia)	3,86	4,48	4,47	4,24	4,09	3,86
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,60	4,72	4,63	4,61	4,57	4,56
EUR/PLN (Średnia)	4,57	4,68	4,66	4,61	4,59	4,57



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.