

CitiMonthly

Obawy przed pandemią nie gasną

Piotr Kalisz, CFA,
Cezary Chrapek, CFA
Lipiec 2020

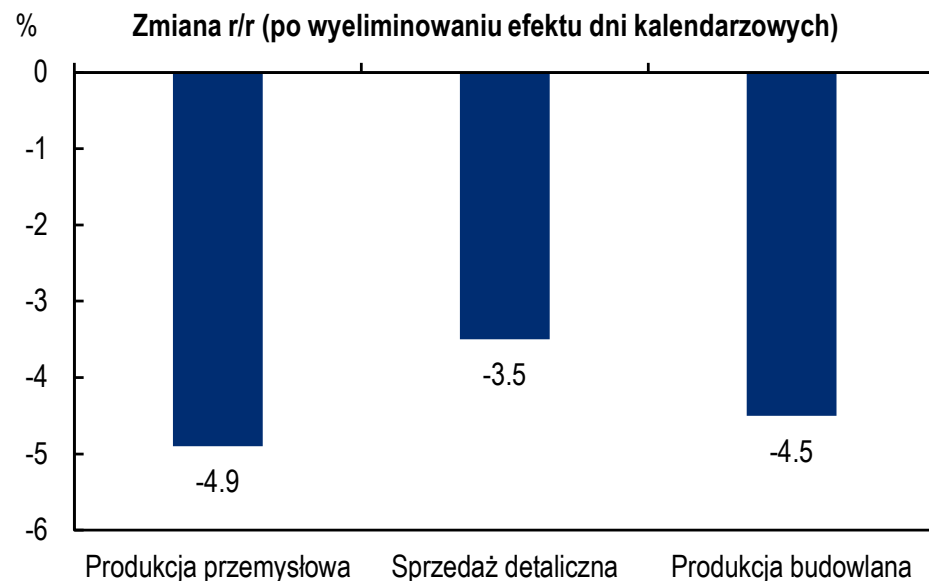
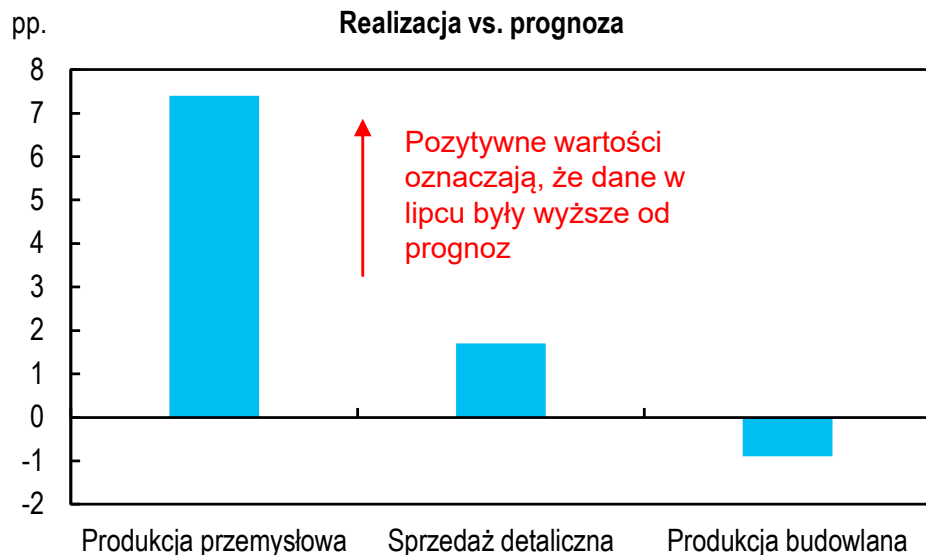
www.citihandlowy.pl
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

The logo for Citi Handlowy, featuring the word "citi" in white lowercase letters with a red arc above the "i", followed by "handlowy" in white lowercase letters, and a registered trademark symbol (®) to the upper right.

Podsumowanie

- Ostatnia seria danych z polskiej gospodarki okazała się lepsza od prognoz, ale wciąż wskazuje na niski poziom aktywności gospodarczej. Chociaż do czerwca zniesiono restrykcje dotyczące działania firm, miesięczne dane o produkcji oraz sprzedaży odnotowały 3,5-5% spadki w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku (po korekcie o liczbę dni roboczych).
- Nowa fala zachorowań na świecie stwarza obawy, że kwestią czasu może być istotny wzrost przypadków COVID-19 również w Polsce. Do tego aby pandemia przyniosła istotne koszty ekonomiczne nie potrzeba kolejnego lockdownu – wystarczą obawy konsumentów i związane z tym zmiany behawioralne.
- Liderzy UE zaakceptowali nowy Fundusz Odbudowy (RRF), z którego Polska ma otrzymać ponad 60 mld euro. Kwoty są na tyle duże, że mogą dodać prawie 1 punkt proc. do dynamiki PKB w 2021 roku.
- Inflacja pozostaje relatywnie wysoka, jednak już na początku przyszłego roku może oscylować w okolicach 1,5%.
- Rada Polityki Pieniężnej nie wydaje się zaniepokojona podwyższoną inflacją, a opublikowana w lipcu projekcja makroekonomiczna NBP powinna tylko utwierdzić władze monetarne w przekonaniu, że taka strategia jest uzasadniona. Naszym zdaniem stopy procentowe w kraju mogą pozostać bez zmian przynajmniej do połowy 2022 r.

Powolny powrót do normalności



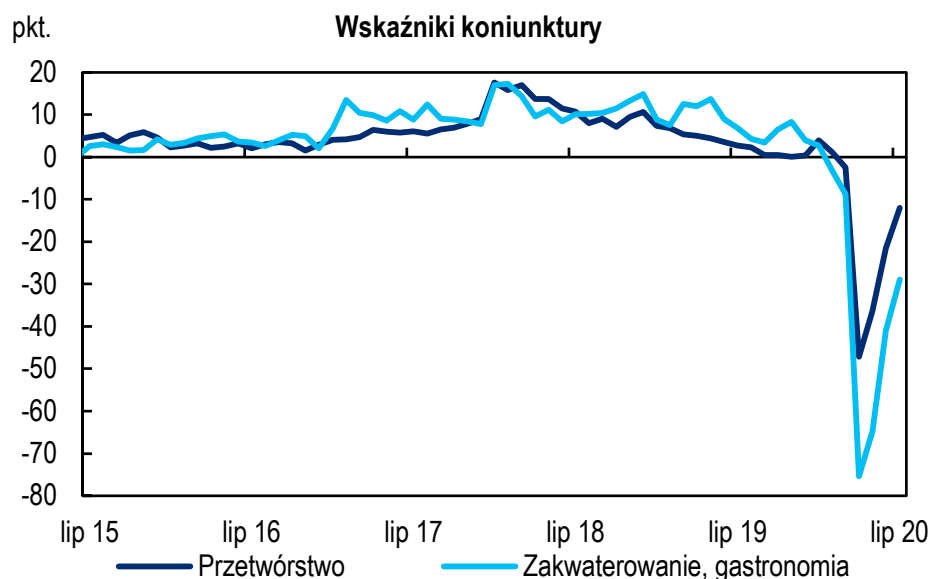
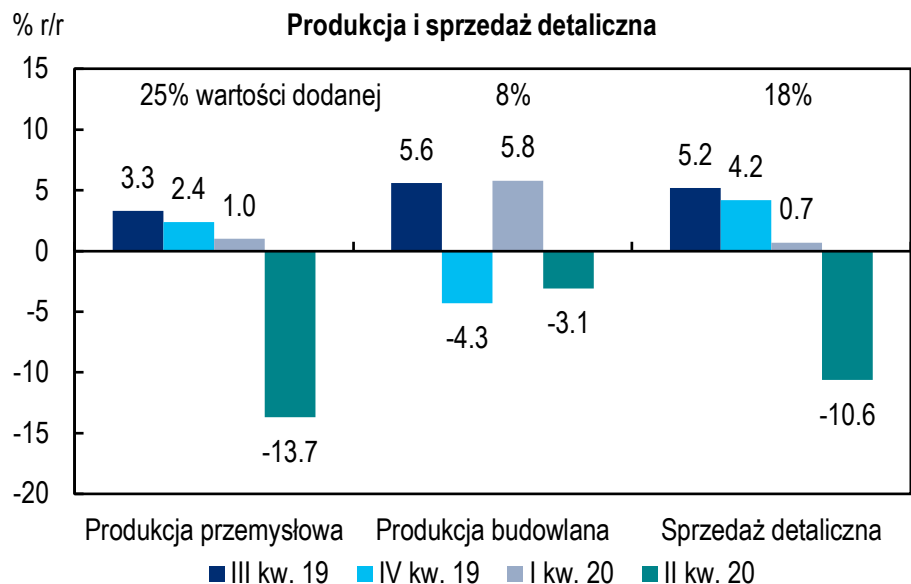
Pozytywne niespodzianki

- Najnowsze dane dobrze podsumowują charakter ożywienia w Polsce. W lipcu nie zabrakło pozytywnych niespodzianek i to zarówno w przypadku produkcji, jak i sprzedaży. Pozytywne dane przyniosły trochę optymizmu i coraz częściej pojawiają się głosy mówiące o ożywieniu w kształcie litery V.
- Niemniej naszym zdaniem niespodzianki wynikały raczej z tego, że oczekiwania kształtowały się na niskim poziomie, a nie z wysokiej dynamiki ożywienia.

Aktywność wciąż słaba

- Pomimo lepszych od oczekiwań danych, aktywność pozostaje słaba, o czym świadczą dane obliczane po wyeliminowaniu wpływu korzystnych czynników kalendarzowych. Chociaż do czerwca zniesiono praktycznie wszystkie istotne restrykcje dotyczące działania firm, miesięczne dane o produkcji oraz sprzedaży odnotowały 3,5-5% spadki w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku.
- Potwierdza to, że samo zniesienie restrykcji nie wystarczy, aby sytuacja gospodarcza szybko wróciła do normy. Obawy przed wirusem powstrzymują konsumentów przed wyraźnym zwiększaniem wydatków, a łańcuchy dostaw bardzo powoli się odbudowują.

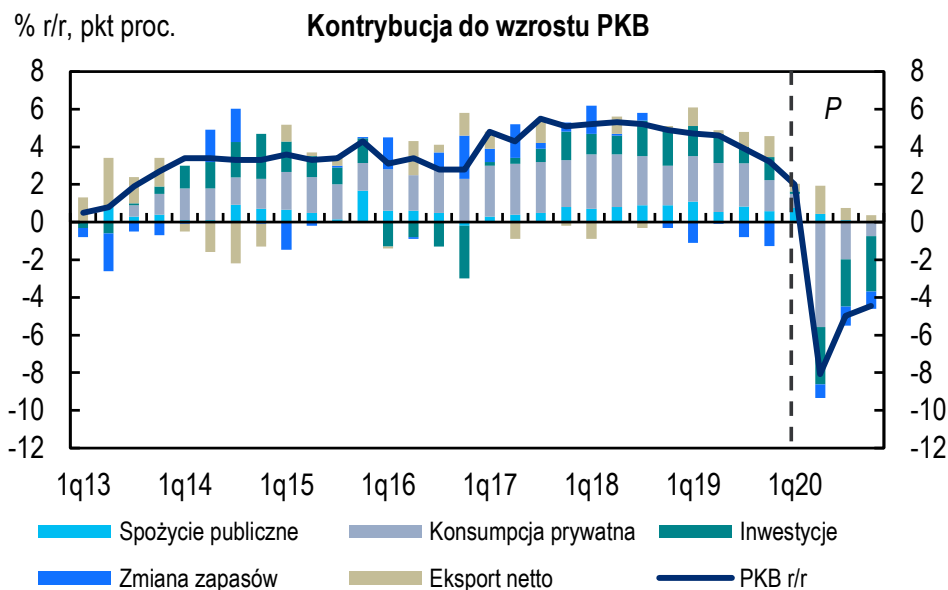
PKB w II kw.



Usługi wyraźnie obniżą PKB

- Na podstawie miesięcznych danych ekonomiści mają w miarę dobre pojęcie na temat trendów w przemyśle, budownictwie i handlu detalicznym (wykres obok). Niestety nie wiadomo zbyt wiele na temat sytuacji w usługach, gdyż nie są dostępne twarde dane na ten temat. Badania koniunktury potwierdzają jednak przypuszczenia, że to właśnie niektóre usługi zostały nieproporcjonalnie bardziej dotknięte przez pandemię.
- Oznacza to, że nie dysponujemy kluczowym elementem danych, którego brak zazwyczaj nie wpływał istotnie na błędy prognoz PKB, jednak w obecnej pandemicznej rzeczywistości jest istotnym ograniczeniem.
- Gdyby kierować się tylko dostępnymi twardymi danymi (o handlu detalicznym, produkcji budowlanej i przemysłowej), można byłoby szacować recesję w II kwartale na około 5-6% r/r. Biorąc jednak poprawkę na znacznie gorsze wyniki usług, recesja w II kw. może wynieść około 8-9% r/r. Dla porównania w I kwartale, gdy restrykcje obowiązywały przez zaledwie dwa tygodnie (a nie 6 tygodni, jak w II kw.) różnica między prognozami PKB wynikającymi z „twardych” danych, a rzeczywistym wynikiem wynosiła około 1pp.

PKB w 2020 r.

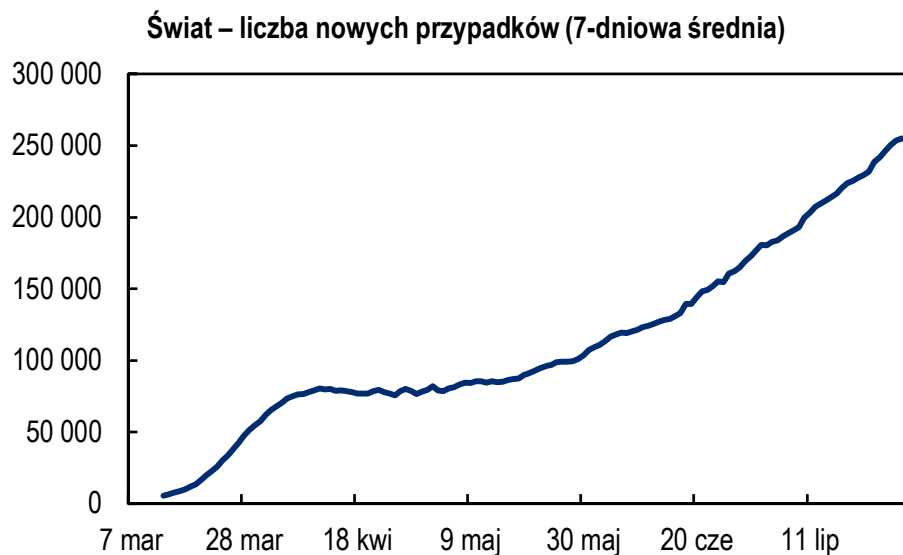


Lepsza II połowa

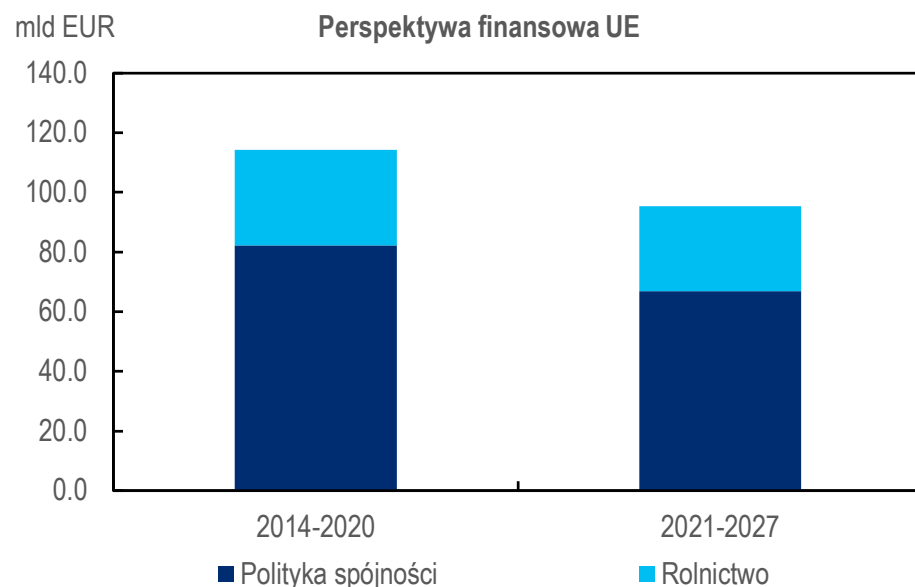
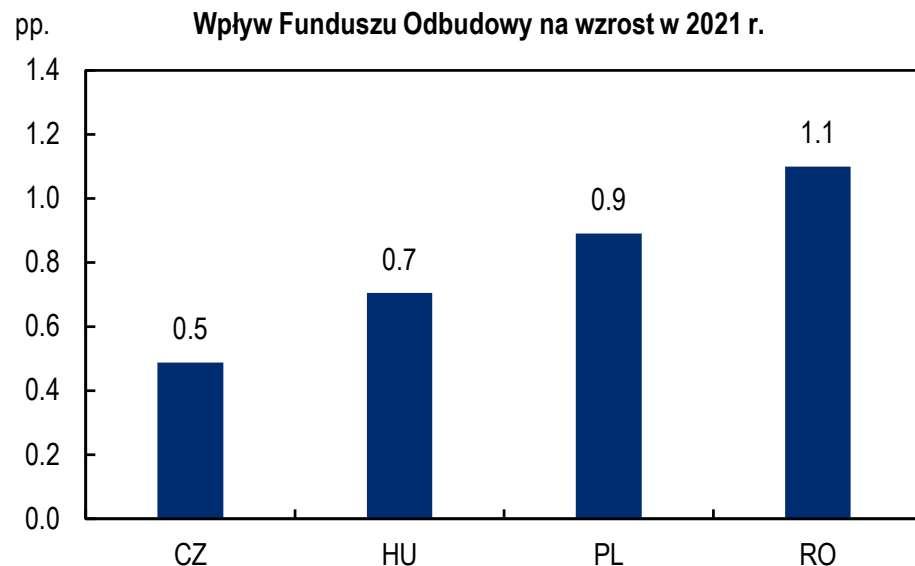
- Od około trzech miesięcy uczestnicy rynku żyją oczekiwaniami ożywienia w II połowie roku. W naszych prognozach również zakładamy stopniowe „spływanie” recesji i zakładamy, że średni spadek PKB w ostatnich dwóch kwartałach roku wyniesie około 4,5%. W całym roku recesja mogłaby wynieść 4%. Naszym zdaniem pomimo oznak stopniowego ożywienia wskazana jest daleko posunięta ostrożność w przypadku prognoz na II połowę 2020 r.

“Nowa” fala staje się faktem

- Prawdopodobnie ryzyko negatywnych niespodzianek jest niedoszacowywane. Perspektywa drugiej fali pandemii nie jest już teoretyczną możliwością, lecz materializuje się w coraz większej liczbie krajów, w tym również w krajach europejskich. W rzeczywistości dane sugerują nawet, że w skali świata mamy do czynienia nie tyle z nową falą zachorowań, lecz raczej kontynuacją tego samego trendu wzrostowego.
- Biorąc pod uwagę warunki pogodowe, silniejsze wzrosty zachorowań wydają się mieć niewiele wspólnego ze zwykłą sezonowością, lecz raczej są efektem poluzowania restrykcji i większej mobilności społecznej. Sugeruje to, że z czasem problem może narastać, gdyż jesienią nałożą się na to dodatkowe czynniki zwiększające ryzyko transmisji choroby (niższe temperatury, częstsze przebywanie w pomieszczeniach).



Więcej optymizmu w 2021



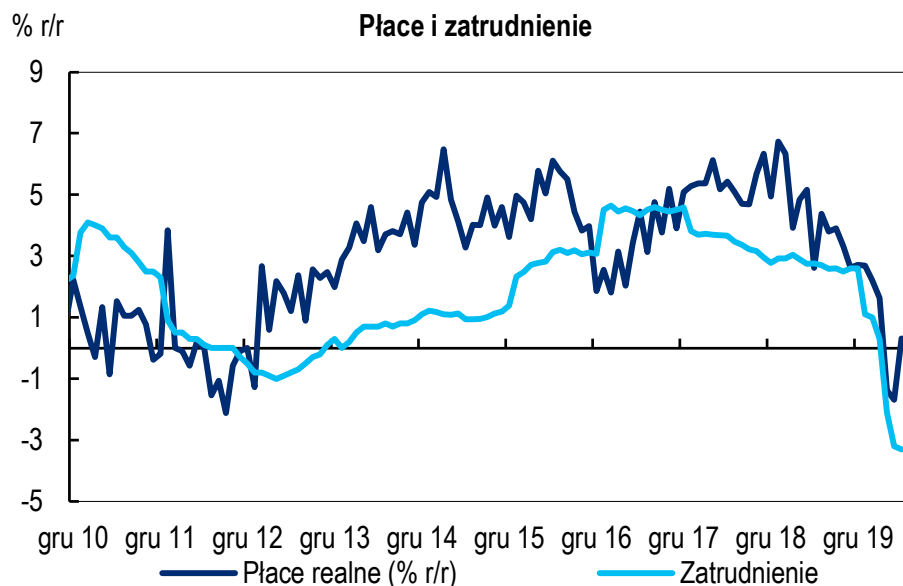
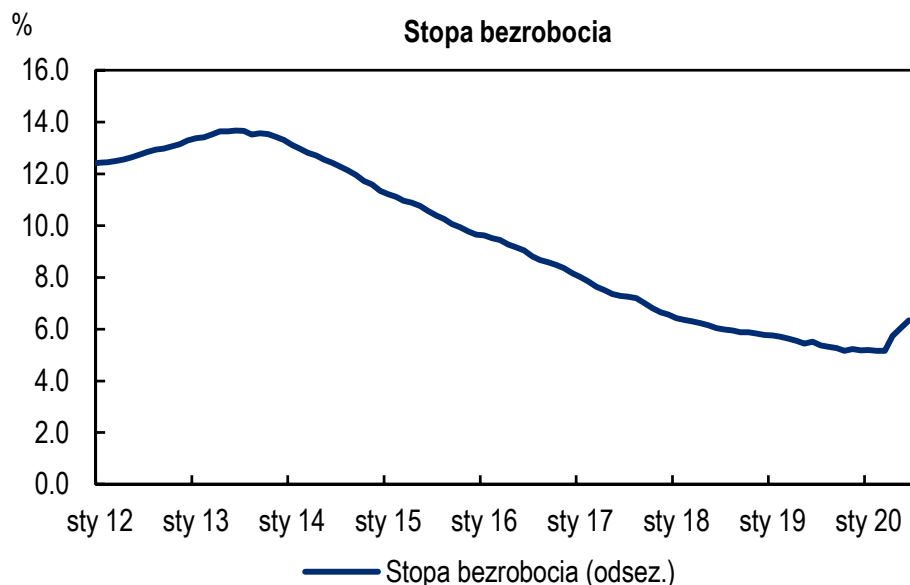
Impuls wzrostowy z UE

- Istotny pozytywny impuls wzrostowy może pochodzić z UE. W lipcu liderzy krajów UE zaaprobowali nowy budżet unijny (perspektywa finansowa) na lata 2021-2027 oraz nowy Fundusz Odbudowy (RRF). Polska ma otrzymać ponad 60 mld euro w ramach RRF, z tego 34 mld euro w postaci pożyczek, a reszta w postaci bezzwrotnych grantów. Kwoty są na tyle duże, że mogą stanowić istotne wsparcie dla inwestycji, dodając nieco mniej niż 1 punkt proc. do dynamiki PKB w 2021 roku.

Wykorzystanie funduszy z przeszkodami

- Aby skorzystać z RRF kraje muszą przygotować programy inwestycyjne, które będą musiały być zgodne z rekomendacjami KE i będą musiały zostać przez nią zaakceptowane. W przeciwieństwie do polityki spójności jaką znaliśmy dotychczas, teraz zdecydowanie większy nacisk będzie położony na cele klimatyczne oraz transformację cyfrową.
- Przypuszczamy, że sprawi to, iż ze względu na nowe priorytety RRF część inwestycji w Polsce może ruszyć z opóźnieniem i w pierwszym roku (2021) nie uda się w pełni wykorzystać „alokowanych” środków.

Rynek pracy



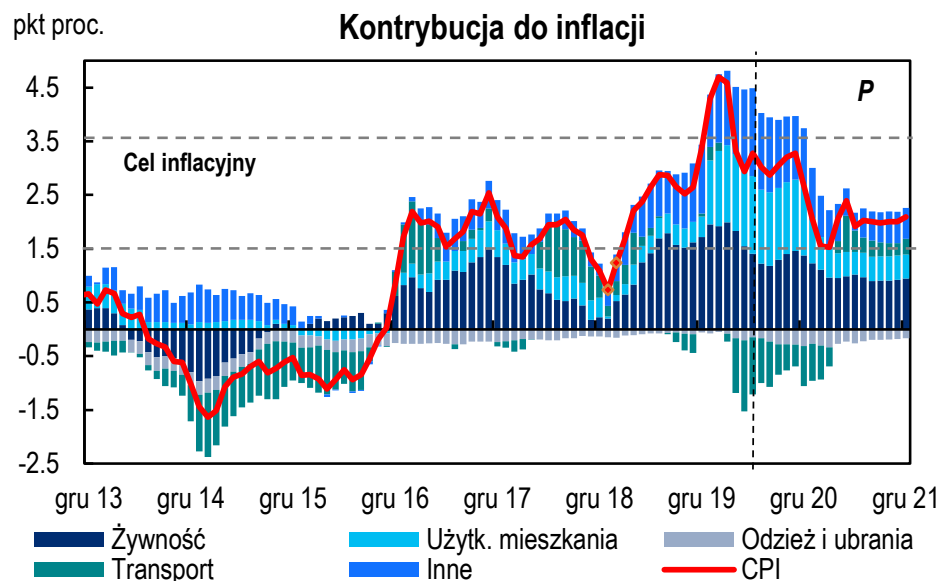
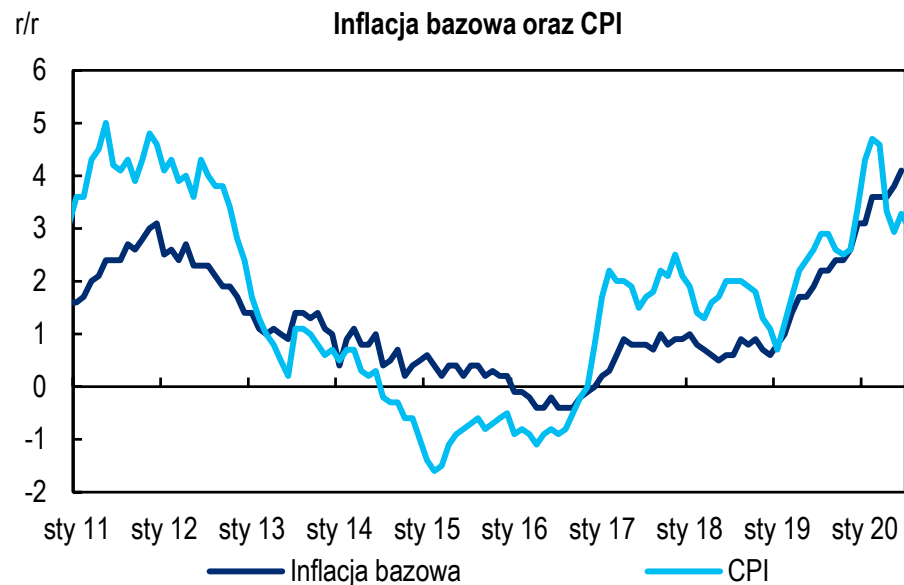
Zaskakująca odporność rynku pracy

- Bezrobocia rośnie, co jest szczególnie widoczne po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych. W czerwcu stopa bezrobocia osiągnęła 6,3%, najwyższy poziom od ponad dwóch lat. Niemniej wzrosty bezrobocia notowane w ostatnich miesiącach są zdecydowanie słabsze niż zakładały nasze prognozy oraz konsensus na początku pandemii i można ten efekt częściowo przypisywać skuteczności działania tarcz antykryzysowych, które czasowo „zamroziły” rynek pracy.

Prawdziwy test dla rynku pracy w II połowie roku

- Niemniej oznacza to również, że w kolejnych miesiącach, nawet pomimo poprawy dynamiki PKB, część firm może dostosowywać poziomy zatrudnienia do nowych poziomów wykorzystania mocy produkcyjnych. Dotyczyć to będzie głównie firm, które będą doświadczać trwałego spadku popytu.
- Dane o płacach i zatrudnieniu w czerwcu pozytywnie zaskoczyły. Jest to zapewne odwrócenie statystycznego efektu, o którym pisaliśmy w poprzednich miesiącach, a który polegał na zaniżaniu zatrudnienia i poziomu płac w związku z obniżeniem wymiaru czasu pracy. Dynamika płac może utrzymać się w kolejnych miesiącach na poziomie zbliżonym do czerwcowego.

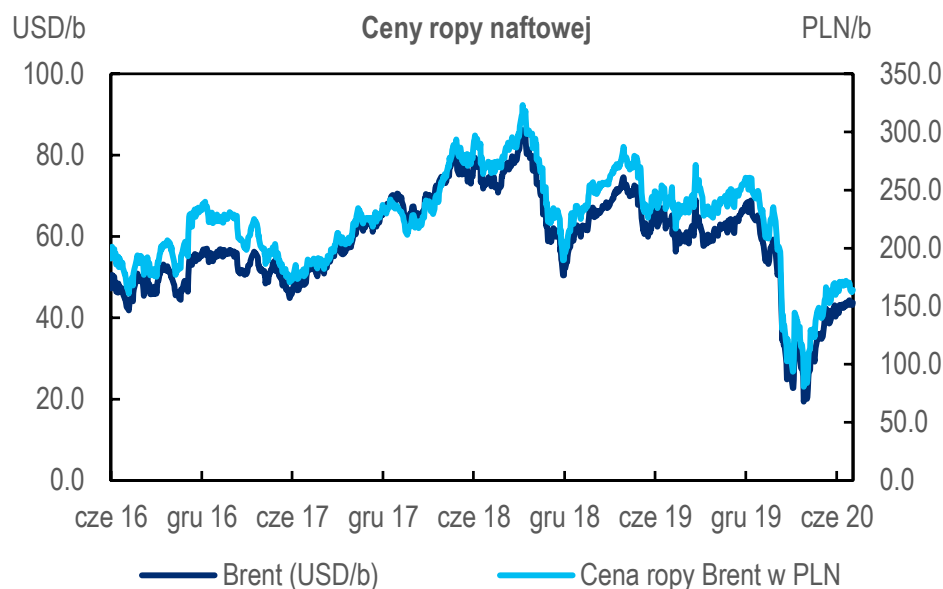
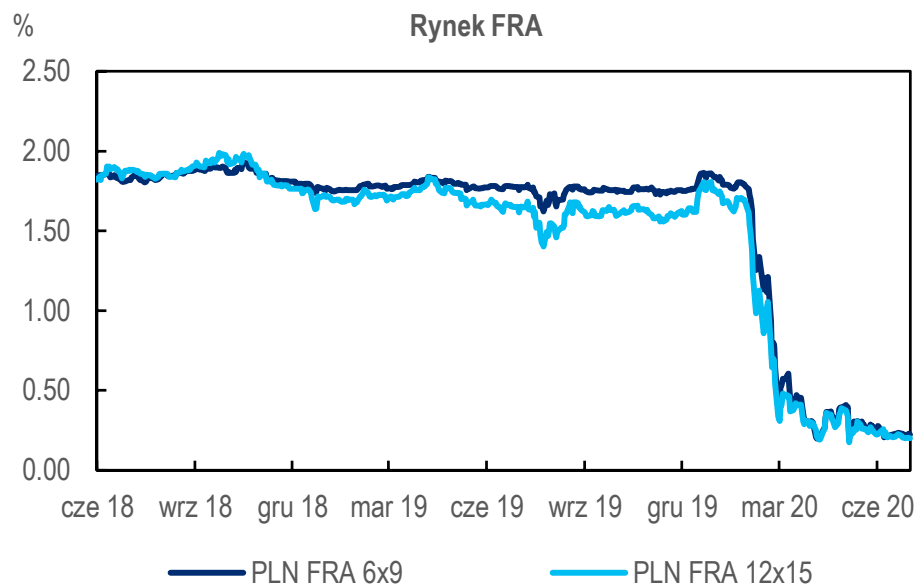
Inflacja



Ponownie powyżej 3%

- W czerwcu inflacja wzrosła do 3,3% r/r z 2,9% w maju, przekraczając tym samym nasze oraz rynkowe oczekiwania. Największą niespodzianką ostatnich miesięcy była uporczywość z jaką inflacja bazowa utrzymuje się na wysokim poziomie – w czerwcu sięgnęła ona 4,1%, kontynuując trend rozpoczęty jeszcze na początku 2019 r.
- Wysoki poziom inflacji bazowej zaskakuje szczególnie w obliczu osłabienia popytu w wyniku pandemii. Zjawisko to tylko w niewielkim stopniu można tłumaczyć zaburzeniami łańcuchów dostaw – wzrosty cen notowano głównie w przypadku usług, podczas gdy ceny towarów rosły zdecydowanie wolniej. Biorąc to pod uwagę, bardziej prawdopodobnym wyjaśnieniem wysokiej inflacji bazowej jest uwzględnianie przez firmy dodatkowych kosztów związanych z działalnością w nowych warunkach sanitarnych. Można również przypuszczać, że wraz z powrotem do działania biur podróży i ponownym otwarciem międzynarodowych połączeń lotniczych, odnotowany zostanie (niewidoczny dotychczas) spadek cen usług turystycznych.
- Nasze prognozy wskazują na spadek inflacji CPI do około 2,7% pod koniec roku i poniżej 2% na początku 2021 r.

Polityka pieniężna



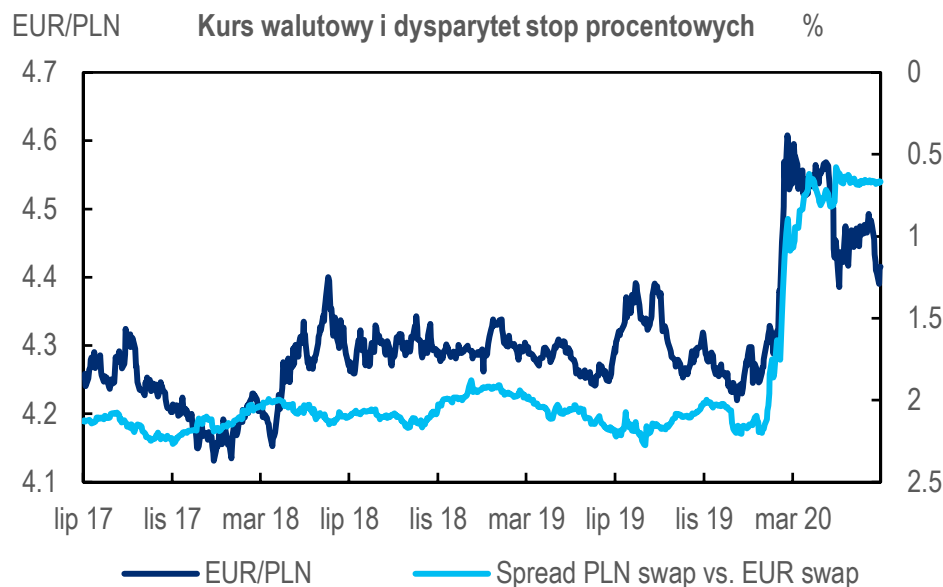
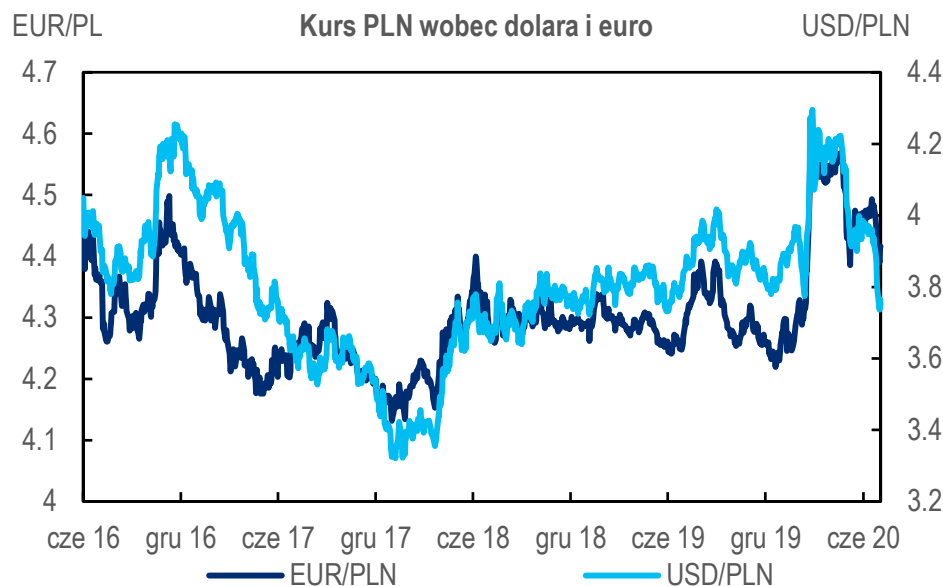
Stopy bez zmian na długo

- Rada Polityki Pieniężnej nie wydaje się zaniepokojona podniesioną inflacją, a opublikowana w lipcu projekcja makroekonomiczna NBP powinna tylko utwierdzić władze monetarne w przekonaniu, że ta “gołębia” strategia jest uzasadniona. Zgodnie z projekcją recesja w tym roku ma wynieść około 5,4%, a więc będzie głębsza niż zakłada konsensus. Jednocześnie według projekcji NBP inflacja CPI ma spaść do 1,5% w 2021 roku i powinna utrzymać się poniżej celu również w 2022 r.
- Scenariusz niskiej inflacji i głębokiej recesji będzie argumentem za utrzymywaniem stopy referencyjnej na obecnym poziomie przez długi okres, najprawdopodobniej przynajmniej do połowy 2022 r. Oczekujemy jednocześnie, że NBP będzie kontynuował program skupu aktywów, choć zapewne w wolniejszym tempie niż to miało miejsce w pierwszych trzech miesiącach pandemii.

Na razie bez interwencji walutowych

- RPP kilkakrotnie wyraziła obawy przed nadmierną aprecjacją złotego. Na razie jednak nie widać żadnych sygnałów, które sugerowałyby, że za tymi interwencjami werbalnymi pójdą jakieś namacalne działania w postaci skupu walut z rynku.

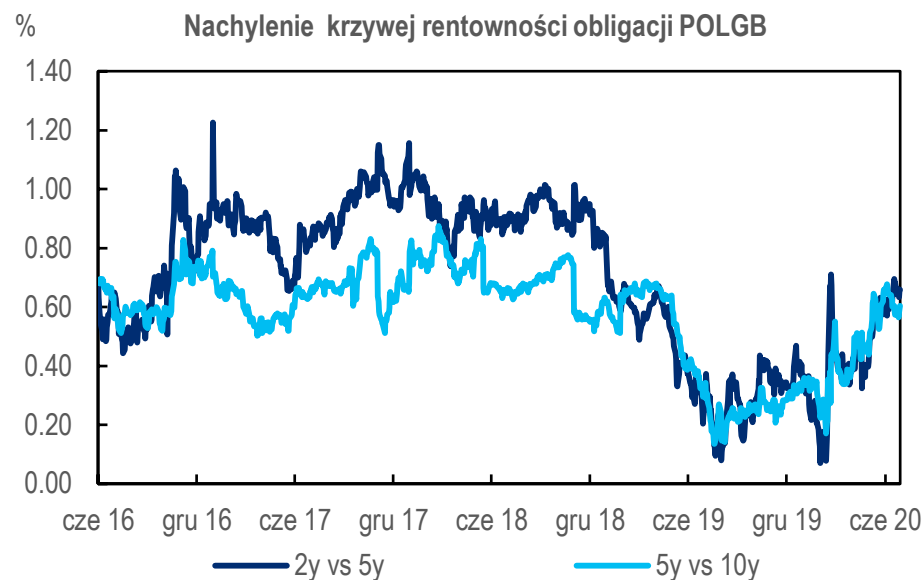
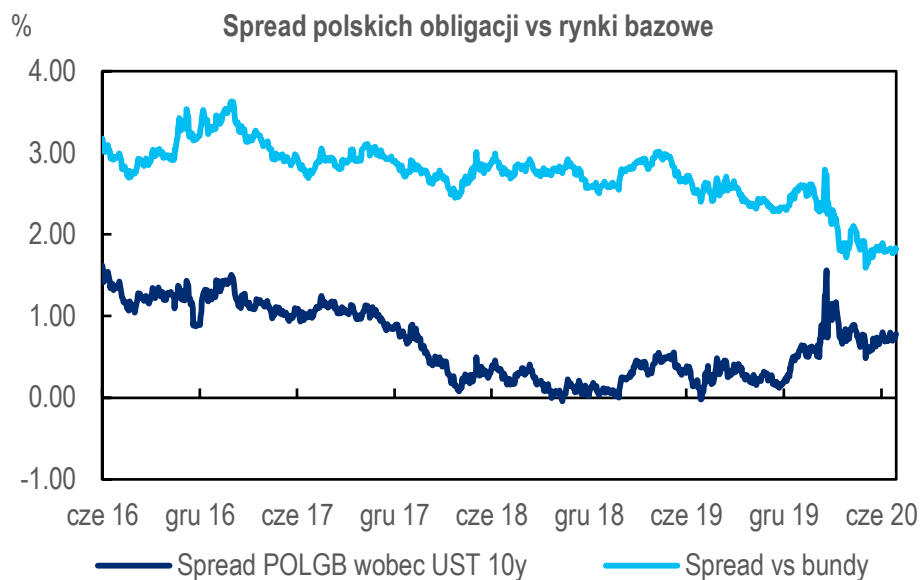
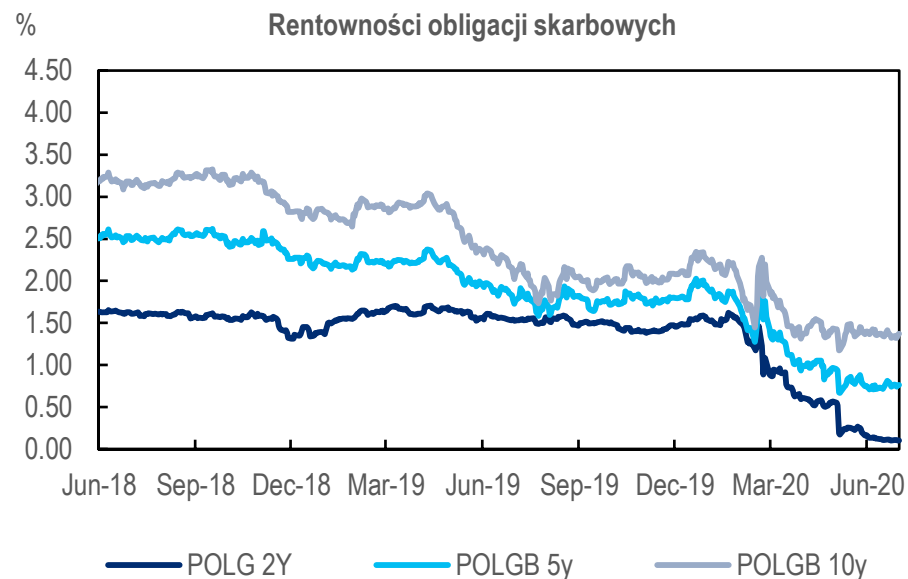
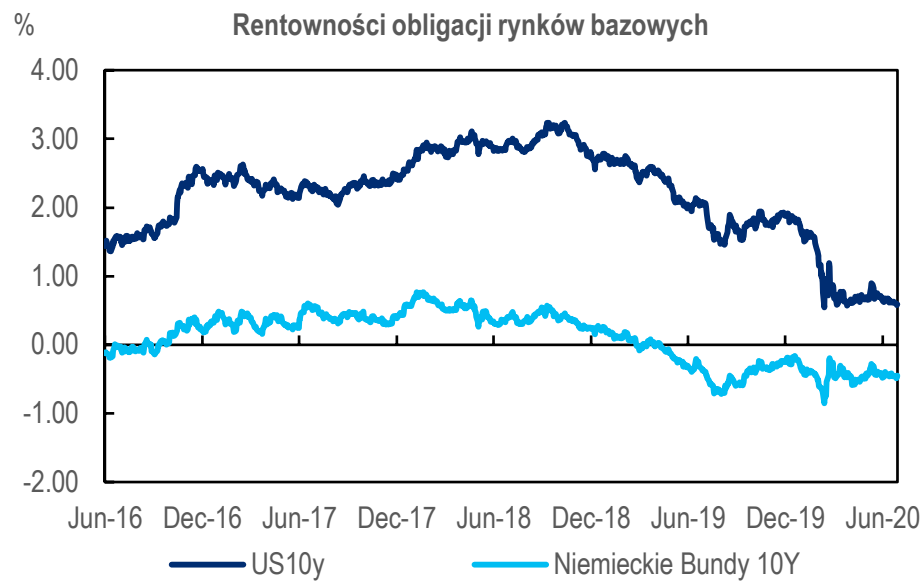
Rynek walutowy



Słabszy dolar, mocniejsze EM

- W lipcu najistotniejszą tendencją na rynku walutowym było systematyczne słabnięcie dolara. W rezultacie kurs EUR/USD w trakcie miesiąca wzrósł z około 1,1230 do niemal 1,18. Wraz z osłabieniem dolara inwestorzy zwrócili się w kierunku walut rynków wschodzących, a beneficjentem tego ruchu był między innymi złoty - kurs EUR/PLN przejściowo obniżył się poniżej 4,4.
- Pomimo umocnienia, złoty pozostaje relatywnie słaby na tle swoich historycznych notowań, co powinno poprawiać rentowność eksporterów. Niemniej biorąc pod uwagę skalę osłabienia popytu na świecie, sam poziom kursu walutowego zapewne nie ma istotnego wpływu na dynamikę eksportu z kraju. Zdecydowanie większe znaczenie powinno mieć kształtowanie się wzrostu w największych gospodarkach świata oraz tempo w jakim łańcuchy dostaw będą się odbudowywać.
- Biorąc pod uwagę utrzymujące się zagrożenia epidemiczne i ich potencjalny wpływ na globalny wzrost, spodziewamy się, że złoty będzie w kolejnych miesiącach pozostawał na relatywnie słabych poziomach.

Przegląd rynku stopy procentowej



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2019						2020						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-2.6	5.8	-1.5	5.5	3.7	1.4	3.8	1.1	4.9	-2.4	-24.6	-16.9	0.5
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-5.8	2.8	-6.1	10.7	8.0	-5.8	-9.4	4.5	2.2	2.2	-25.5	10.3	13.9
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-3.3	6.6	-1.6	5.8	3.8	0.2	3.8	1.9	5.7	-3.2	-27.5	-18.4	0.9
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-0.7	6.7	2.6	7.6	-4.0	-4.6	-3.3	6.5	5.5	3.7	-0.9	-5.1	-2.4
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	3.7	5.7	4.4	4.3	4.6	5.2	5.7	3.5	7.3	-9.0	-22.9	-7.7	-1.3
Stopa bezrobocia (%)	5.3	5.2	5.2	5.1	5.0	5.1	5.2	5.5	5.5	5.4	5.8	6.0	6.1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2.8	2.7	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	1.1	1.1	0.3	-2.1	-3.2	-3.3
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2.6	2.9	2.9	2.6	2.5	2.6	3.4	4.3	4.7	4.6	3.4	2.9	3.3
Inflacja (% m/m)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.8	0.9	0.7	0.2	0.0	-0.2	0.6
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	0.5	0.5	0.9	0.8	-0.3	-0.1	1.0	0.9	0.2	-0.3	-1.4	-1.7	-0.8
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.5	0.1	0.3	0.4	-0.6	-0.2	0.1	0.1	-0.2	-0.4	-0.6	-0.2	0.4
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	5.3	7.4	6.8	6.6	5.9	5.3	6.2	7.1	7.7	6.3	1.9	1.2	3.6
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	10	-824	-820	846	535	1 139	253	2 263	949	1 292	1 156	2 455	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.7	-0.7	-0.6	-0.3	-0.1	0.1	0.4	0.4	0.8	1.0	1.3	1.8	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	200	-269	-206	768	334	984	227	371	1037	124	-48	1250	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	18145	19051	17405	19933	21775	20607	16993	19621	20049	19138	13789	15700	-
Eksport (% r/r)	-2.4	6.4	-1.2	13.0	3.9	0.8	9.1	5.0	8.9	-5.7	-29.1	-19.8	-
Import f.o.b. (mln EUR)	17945	19320	17611	19165	21441	19623	16766	19250	19012	19014	13837	14450	-
Import (% r/r)	-5.3	6.7	-3.0	6.2	0.3	-3.5	-0.6	4.4	0.9	-3.5	-28.1	-27.2	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2019						2020						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9.3	9.9	9.9	9.4	9.3	9.4	8.3	9.3	9.4	11.8	14.0	16.0	18.1
Depozyty gospod. domow ych (% r/r)	11.1	10.9	11.3	11.1	10.2	10.2	9.3	9.1	8.6	9.2	10.0	11.2	12.1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	6.7	8.4	7.2	7.7	9.6	9.2	10.1	13.0	13.2	18.1	18.0	24.6	30.1
Kredyty dla gosp. domow ych (% r/r)	6.0	6.8	6.8	7.2	6.4	6.3	6.0	6.6	6.5	6.9	6.4	4.8	4.4
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	4.0	4.3	5.2	3.7	2.9	3.8	2.1	2.8	2.2	4.1	3.9	1.9	0.0
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.00	0.50	0.50	0.10
WIBOR 3M (średnio)	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.71	1.71	1.71	1.71	1.44	0.93	0.48	0.27
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.72	1.72	1.72	1.72	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	1.17	0.68	0.28	0.26
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.40	1.19	1.30	1.24	1.06	1.01	1.04	1.16	1.36	0.87	0.52	0.00	-0.01
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.62	1.56	1.57	1.52	1.44	1.40	1.49	1.49	1.44	0.92	0.59	0.24	0.23
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	1.98	1.89	1.68	1.78	1.73	1.75	1.83	1.80	1.56	1.30	0.98	0.95	0.80
EUR/PLN (koniec okresu)	4.24	4.29	4.38	4.37	4.26	4.31	4.26	4.30	4.33	4.55	4.54	4.44	4.47
USD/PLN (koniec okresu)	3.73	3.87	3.98	4.01	3.82	3.91	3.79	3.87	3.92	4.13	4.15	4.00	3.99
EUR/USD (koniec okresu)	1.14	1.11	1.10	1.09	1.12	1.10	1.12	1.11	1.10	1.10	1.10	1.11	1.12

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	586	590	569	648
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 720	1 800	1 861	1 989	2 116	2 265	2 249	2 418
PKB per capita (USD)	14 200	12 421	12 288	13 734	15 262	15 354	14 854	16 908
Populacja (mln)	38.5	38.5	38.4	38.4	38.4	38.4	38.3	38.3
Stopa bezrobocia (%)	11.5	9.8	8.2	6.6	5.8	5.2	9.0	8.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% , r/r)	3.3	3.8	3.1	4.9	5.3	4.1	-4.0	4.7
Inwestycje (% , r/r)	10.0	6.1	-8.2	4.0	9.4	7.2	-13.1	16.1
Konsumpcja (% , r/r)	2.8	2.8	3.5	4.1	4.1	3.9	-2.1	4.8
Konsumpcja indywidualna (% , r/r)	2.6	3.0	3.9	4.5	4.2	3.9	-3.2	6.1
Eksport (% , r/r)	6.7	7.7	8.8	9.5	6.3	4.2	-7.9	5.3
Import (% , r/r)	10.0	6.6	7.6	9.8	7.1	3.0	-9.1	6.5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% , r/r)	-1.0	-0.5	0.8	2.1	1.1	3.4	2.7	2.1
Inflacja CPI (% średnia)	0.0	-0.9	-0.6	2.0	1.6	2.3	3.4	2.0
Płace nominalne (% , r/r)	3.8	3.5	4.1	5.9	7.1	6.6	3.0	3.6
Kredyty dla sektora prywatnego (% , r/r)	7.58	7.44	4.91	3.53	7.35	7.00	6.50	6.00
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	2.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	0.10	0.10
WIBOR3M, (% , koniec okresu)	2.06	1.72	1.73	1.72	1.72	1.71	0.29	0.31
Rentowność obligacji 10-letniej (% , koniec okresu)	2.52	2.95	3.63	3.30	2.81	2.03	1.50	1.70
USD/PLN (Koniec okresu)	3.52	3.95	4.19	3.48	3.74	3.80	3.83	3.68
USD/PLN (Średnia)	3.15	3.77	3.94	3.77	3.61	3.84	3.96	3.76
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.29	4.40	4.18	4.29	4.26	4.44	4.37
EUR/PLN (Średnia)	4.18	4.18	4.36	4.25	4.26	4.30	4.44	4.40

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11.4	-2.6	-2.5	0.8	-6.0	2.5	17.0	16.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.1	-0.6	-0.5	0.2	-1.0	0.4	3.0	2.6
Saldo handlu zagranicznego	-4.3	2.5	3.2	1.5	-6.1	2.7	7.4	4.8
Eksport	210.7	191.1	196.4	228.2	254.0	257.8	225.9	249.5
Import	215.0	188.6	193.1	226.6	260.1	255.1	218.5	244.7
Saldo usług	12.1	12.1	15.4	20.3	25.9	28.2	24.7	29.7
Saldo dochodów	-18.6	-16.3	-19.6	-21.1	-22.6	-26.4	-12.5	-15.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	-13.1	-10.2	-4.7	-6.3	-14.8	-11.6	-8.0	-8.0
Rezerwy międzynarodowe	94.1	89.4	109.5	108.0	110.4	115.8	115.8	117.8
Amortyzacja	58.2	56.3	51.0	55.2	54.1	53.4	54.2	53.9
Finanse publiczne (%PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-3.6	-2.6	-2.2	-1.5	-0.2	-0.7	-8.3	-7.6
Saldo pierwotne sektora	-1.7	-0.9	-0.5	0.1	1.2	0.6	-7.2	-6.7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48.1	48.7	51.9	48.4	46.5	43.8	54.3	57.0
Dług krajowy	31.1	31.7	33.9	33.3	32.5	30.1	39.2	42.7

Prognozy długoterminowe

	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Realny wzrost PKB (% , r/r)	4.1	-4.0	4.7	3.2	3.0	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	2.0	2.4	2.6	2.3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0.4	3.0	2.6	1.9	1.6	1.4
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	1.50	0.10	0.10	0.50	1.50	1.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.80	3.83	3.68	3.57	3.41	3.28
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.96	3.76	3.63	3.45	3.30
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.44	4.37	4.35	4.33	4.30
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.40	4.36	4.34	4.32



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

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do 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, nie stanowi „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 oraz 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, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. 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. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. 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. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte 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 prognozowanych wartości. 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 występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego.



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. 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.