



Maj 2024

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciółek, CFA
Zuzanna Mroczka

Citi Monthly

Przez rok bez zmian

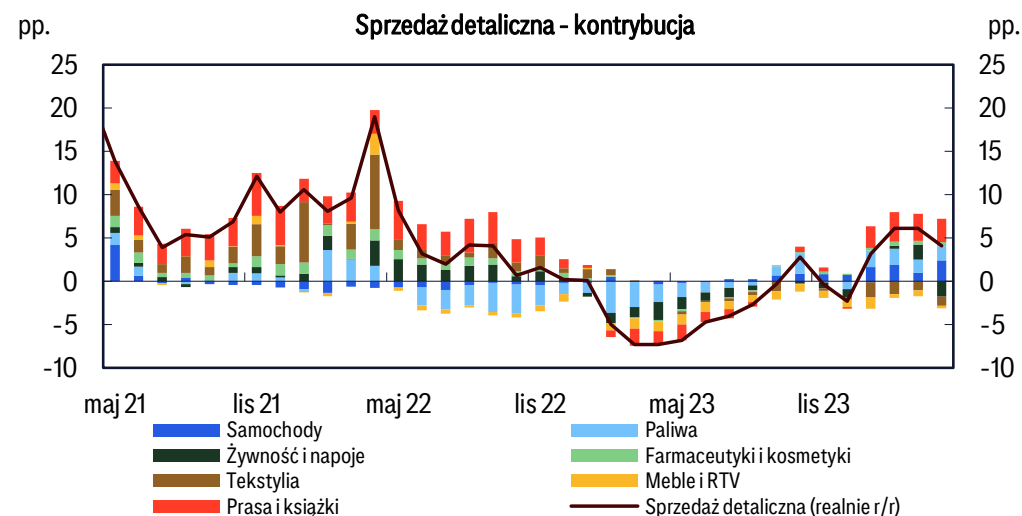
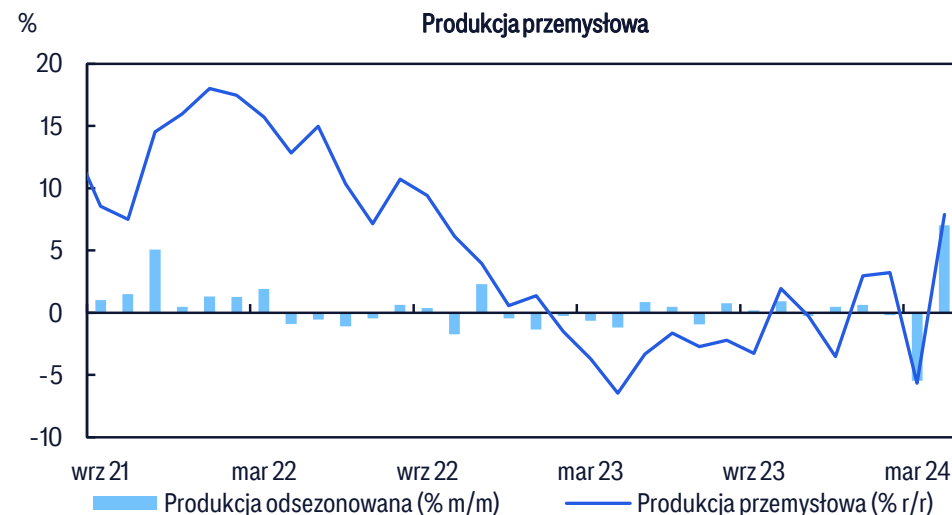
Podsumowanie

- Dane z polskiej gospodarki sugerują, że widoczne już w I kwartale ożywienie było kontynuowane również na początku II kw. W kwietniu produkcja przemysłowa wzrosła o niemal 8% r/r, choć jednocześnie sprzedaż detaliczna rozczarowała. Wciąż sądzimy, że w całym roku gospodarka może wzrosnąć o ponad 3% i ryzyko dostrzegamy po stronie jeszcze wyższego wyniku.
- Inflacja odbiła się od tegorocznego dołka i w kwietniu wzrosła do 2,4%. To nie koniec wzrostów – spodziewamy się, że do końca roku wskaźnik CPI może przekroczyć 5,5%, do czego przyczynią się zarówno podwyżki cen energii, jak i prawdopodobne odbicie w inflacji bazowej.
- Perspektywa rosnącej inflacji utwierdza Radę Polityki Pieniężnej w jej dotychczasowej bardzo ostrożnej retoryce. Po majowym posiedzeniu RPP prezes Glapiński zasygnalizował, że dyskusja na temat obniżek stóp może zacząć się najwcześniej dopiero na początku 2025 roku. Pierwszej obniżki stóp spodziewamy się dopiero w drugiej połowie przyszłego roku, co w sumie oznacza, że jeszcze przez ponad rok stopy procentowe pozostaną bez zmian.
- W ostatnich tygodniach złoty pozostawał relatywnie mocny, głównie dzięki aprecjacji euro wobec dolara. Do siły polskiej waluty raczej nie przyczyniały się działania Ministerstwa Finansów, a przynajmniej efekt ten nie był silny – nasze szacunki sugerują, że w ostatnich miesiącach Ministerstwo starało się nie wymieniać dużych kwot walut na rynku.

Aktywność ekonomiczna

Dobra produkcja, słabsza sprzedaż

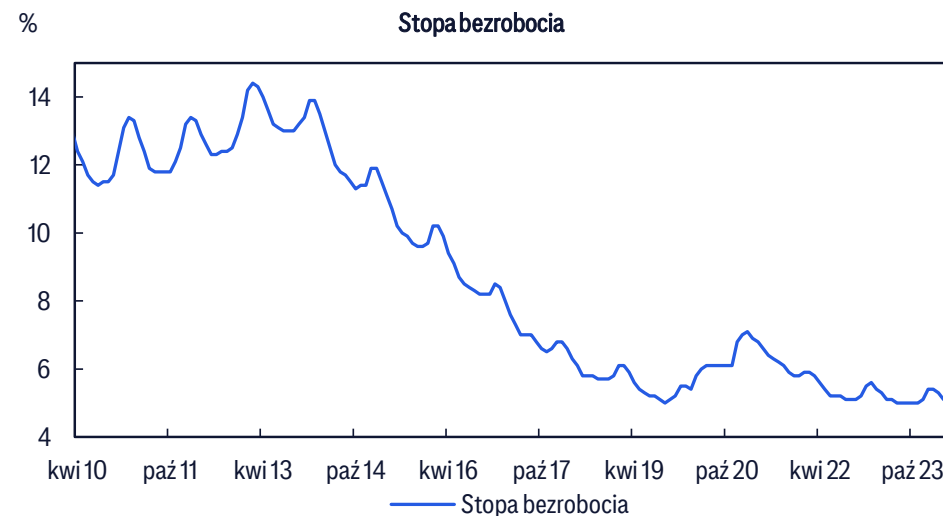
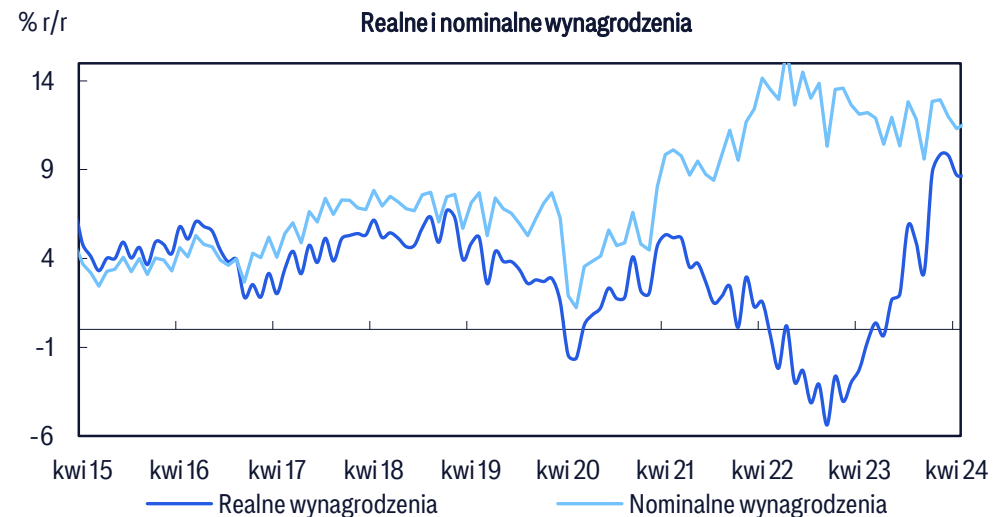
- W kwietniu w końcu doczekaliśmy się mocnego odbicia produkcji przemysłowej, która wzrosła aż o 7,9% r/r wobec spadku o 5,6% r/r w marcu. Silne wzrosty produkcji nastąpiły w kategorii przetwórstwa przemysłowego, które względem ubiegłego roku wzrosło aż o 8,2%. Powyższy odczyt sugeruje, że początkowe obawy odnośnie utrzymującej się słabej kondycji przemysłu w tym momencie wydają się przesadzone.
- Pomimo spadku, pozytywnie w kwietniu okazała się również produkcja budowlano-montażowa, która obniżyła się o zaledwie 2% r/r, po tym jak w marcu spadek wyniósł aż -13,3% r/r. Kwietniowej produkcji budowanej pomogła w pewnym stopniu zapewne większa liczba dni roboczych. Na wzrosty produkcji w tej kategorii będziemy musieli jednak prawdopodobnie poczekać do końca 2024 roku lub nawet 2025 roku, kiedy to na dobre odczuje ona napływ funduszy unijnych.
- Nieco słabiej z kwietniowego zestawu danych GUS wypadła sprzedaż detaliczna, która po wzroście w marcu o 6,1% r/r, w kwietniu wyhamowała do 4,1%. Słabszy wzrost sprzedaży detalicznej niż przed miesiącem można jednak w całości przypisać głębokiemu spadkowi sprzedaży żywności, za co odpowiada kwietniowe przywrócenie 5% stawki VAT na żywność oraz wcześniejsze niż w 2023 roku święta wielkanocne.
- W sumie opublikowana w maju dawka danych sugeruje, że wzrost gospodarczy w II kwartale 2024 roku prawdopodobnie przyspieszył do około 3% r/r.



Rynek pracy

Hamowanie wynagrodzeń

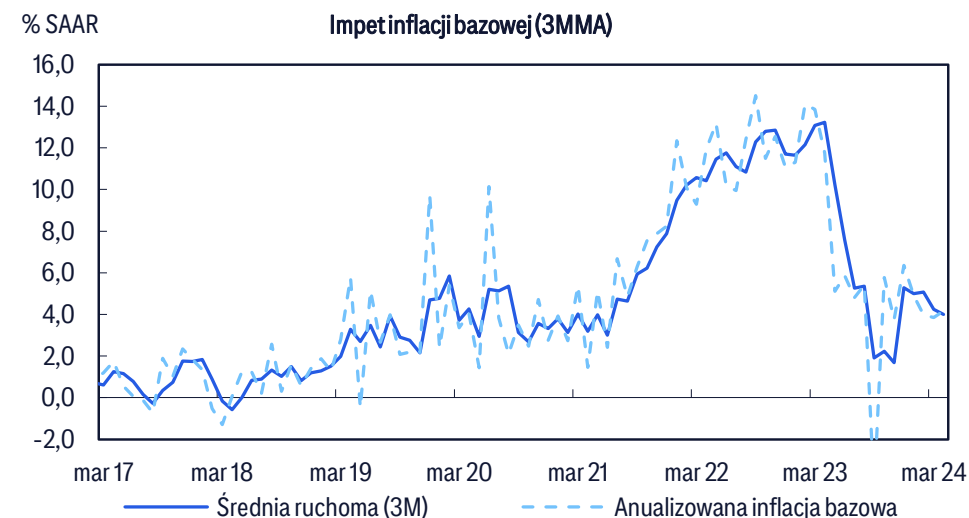
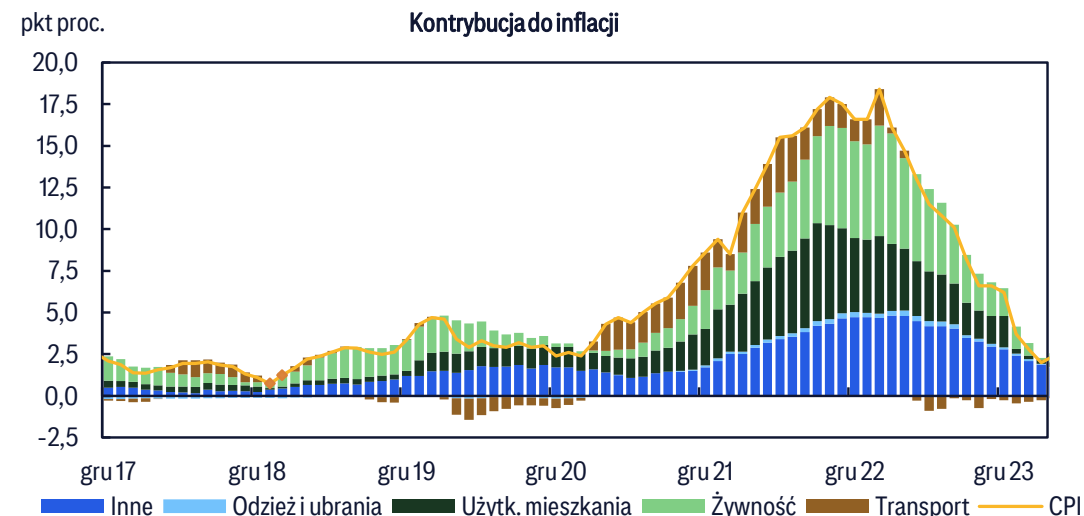
- Wzrost przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw obniżył się z 12% r/r w marcu do 11,3% r/r w kwietniu. Wspomniane hamowanie uwidoczniło się również w płacach realnych (8,7% r/r w kwietniu, wobec 9,8% r/r w marcu).
- W ostatnich miesiącach dynamika płac zarówno w ujęciu rocznym, jak i zannualizowanym, kształtowała się na wysokich poziomach, co implikowało wzrost płac realnych na poziomie ok. 10%. Chociaż kwietniowy odczyt sugeruje, że część tego impetu prawdopodobnie słabnie, na pełną normalizację na rynku pracy przyjdzie nam jeszcze trochę poczekać. Oczekujemy, że dynamika płac w 2024 roku pozostanie dwucyfrowa, a do jednocyfrowego tempa wzrostu powróci dopiero w 2025 roku.
- Zatrudnienie w kwietniu kontynuowało spadki. Ostatni odczyt okazał się najniższy od marca 2021 roku i wyniósł aż -0,4% r/r. Spodziewamy się jednak, że wraz z ożywieniem gospodarczym od drugiej połowy 2024 roku trend spadkowy może zostać wyhamowany. Ograniczeniem dla wzrostów zatrudnienia będzie jednak sytuacja demograficzna.
- Pomimo spadku zatrudnienia, stopa bezrobocia pozostaje na historycznie niskim poziomie. Według GUS w kwietniu spadła ona do 5,1%, wobec 5,3% w marcu. Spoglądając na trendy w bezrobociu oraz dynamikę wynagrodzeń, na razie w dostępnych danych trudno doszukać się oznak pogorszenia sytuacji na rynku pracy.



Inflacja

Dotłek inflacyjny za nami

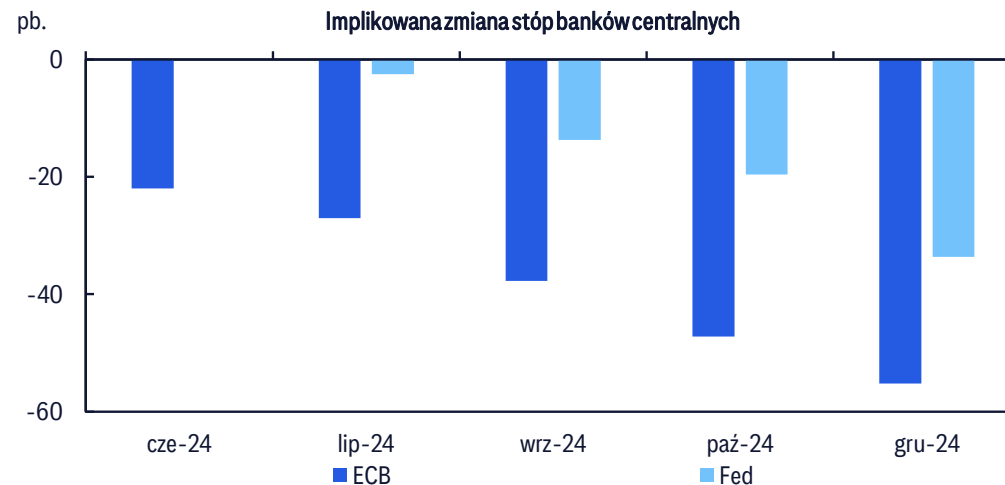
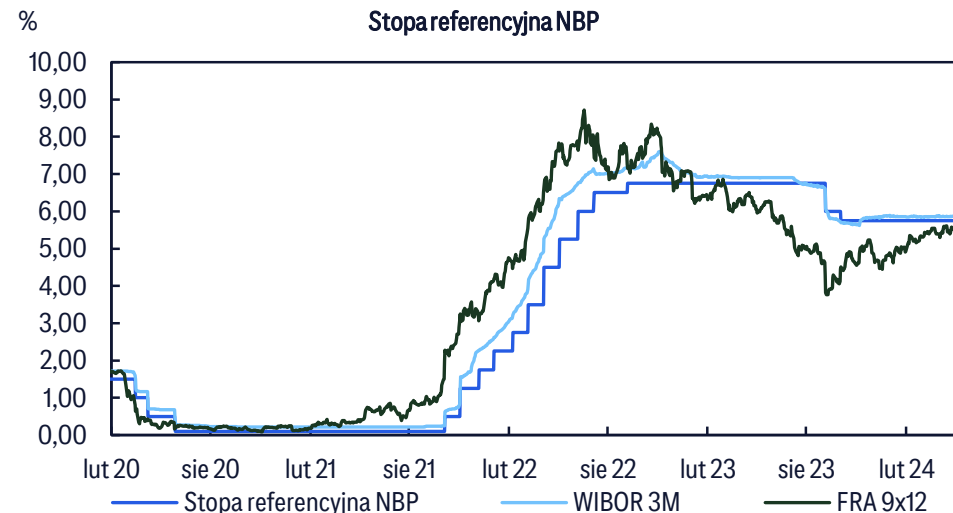
- Kwietniowa inflacja wzrosła do 2,4% r/r, wobec 2% w marcu. Tym samym dane potwierdziły wcześniejsze przypuszczenia, że trend spadkowy CPI dobiegł już końca.
- Długo oczekiwana podwyżka VAT na żywność została przeniesiona na ceny w sklepach mniej więcej w połowie, a ceny żywności wzrosły o 2,1% m/m. Spodziewamy się, że pozostała część VAT zostanie odzwierciedlona w cenach w przeciągu najbliższych dwóch miesięcy. Oznacza to, że dynamika cen żywności w maju-czerwcu może być wyższa niż mogłyby sugerować wzorce sezonowe.
- Inflacja bazowa obniżyła się do 4,1% r/r, a w ujęciu miesięcznym oscyluje ona w okolicach 0,3-0,4% (po oczyszczeniu z wahań sezonowych). W sumie oznacza to, że presja cenowa wyraźnie osłabła w porównaniu z 2023 rokiem, ale trend spadkowy inflacji bazowej został już wyhamowany. Biorąc pod uwagę postępujące ożywienie konsumpcji i silne podwyżki płac w usługach, w kolejnych miesiącach można spodziewać się ponownego przyspieszenia cen.
- Do końca roku inflacja może wzrosnąć do około 5,5-6% r/r, a inflacja bazowa może wynieść około 5%. Skala odbicia będzie uzależniona również od zmian kursu walutowego. Dotychczasowe umocnienie złotego odegrało istotną rolę w obniżaniu inflacji, jednak mamy wątpliwości czy podobny trend może utrzymać się w przyszłości.



Polityka pieniężna

RPP zapowiada stabilizację

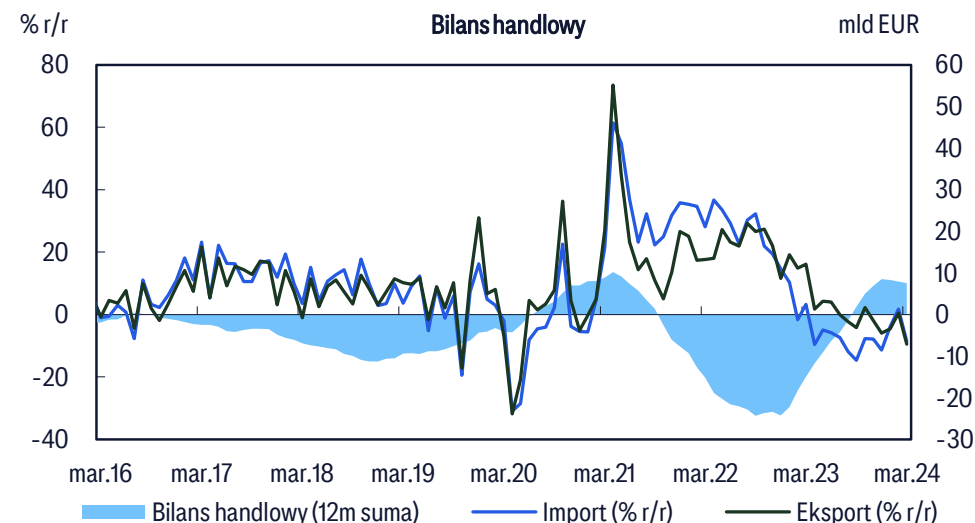
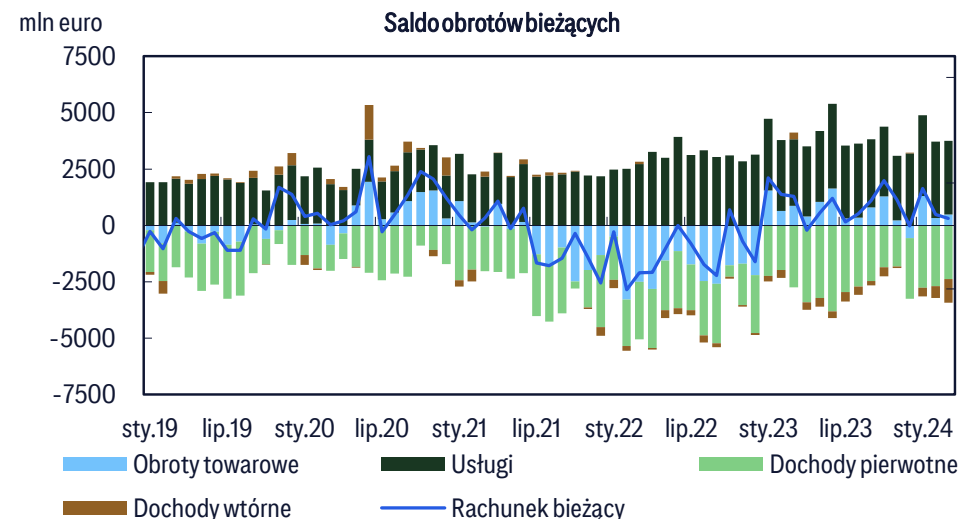
- Po emocjach, które jeszcze w minionym roku wywoływała polityka pieniężna nie pozostało śladu. Od listopada Rada Polityki Pieniężnej systematycznie stara się chłodzić oczekiwania na szybkie obniżki stóp procentowych. Majowe posiedzenie RPP nie było pod tym względem zaskoczeniem. Po pierwsze, stopa referencyjna została utrzymana na dotychczasowym poziomie (5,75%). Po drugie, podczas konferencji prasowej prezes Glapiński wręcz zasygnalizował, że dyskusji na temat obniżek nie należy oczekiwać przed 2025 rokiem, a nawet wówczas zmiany w polityce pieniężnej nie są wcale pewne.
- Spoglądając na ponownie rosnącą inflację i jednocześnie zaostrzający się ton wypowiedzi przedstawicieli RPP, utwierdzamy się w przekonaniu, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian przynajmniej do końca roku. Co więcej, o ile wcześniej widzieliśmy szansę na cięcia stóp na początku 2025 roku, obecnie bardziej prawdopodobny wydaje się scenariusz, w którym Rada czeka z pierwszą obniżką dłużej – do połowy przyszłego roku.
- Głównym powodem dla którego w ogóle oczekujemy obniżek w 2025 roku są spodziewane cięcia stóp w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Spadek stóp za granicą oraz spodziewana normalizacja światowej inflacji ostatecznie powinny otworzyć przestrzeń do większego poluzowania polityki monetarnej w kraju. Niemniej obniżki przez RPP będą postępować wolniej niż sugerowałyby to obecne wyceny instrumentów finansowych.



Bilans płatniczy

Eksport i import znowu w dół

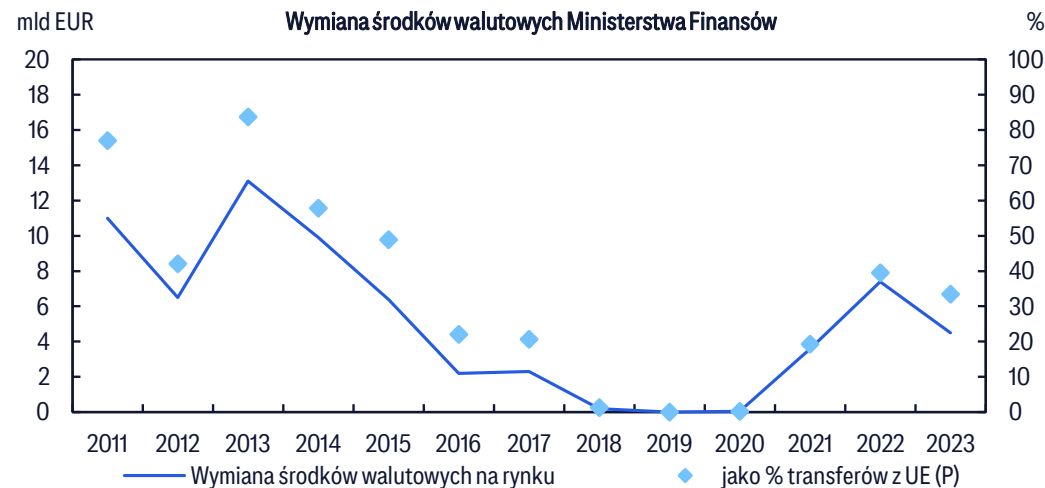
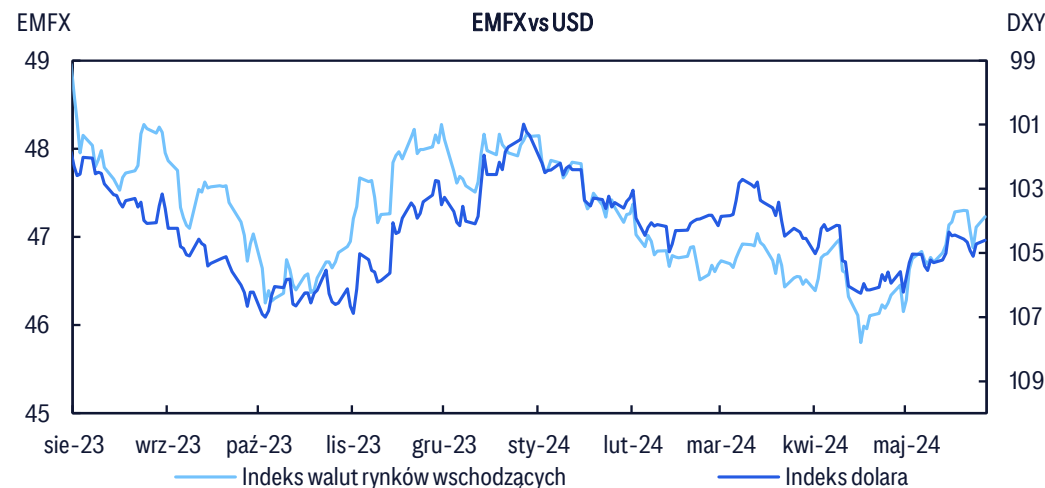
- W marcu nadwyżka na rachunku obrotów bieżących ponownie zmniejszyła się względem poprzedniego miesiąca (0,511 mld EUR) i wyniosła zaledwie 0,325 mld EUR. Przyczyną obniżenia się salda było między innymi to, że w marcu zapłacona przez Polskę składka w ramach członkostwa w Unii Europejskiej wyniosła aż 1,037 mld EUR i była znacznie wyższa niż średnia na poziomie 0,524 mld EUR.
- W przeciwieństwie do salda obrotów bieżących, niewielkiej poprawie uległ bilans handlowy, którego nadwyżka zwiększyła się z 0,324 mld EUR w lutym do 0,486 mld EUR w marcu. Eksport i import, po chwilowym optymistycznym wzroście w lutym, w marcu ponownie zmniejszyły się w ujęciu rocznym.
- Eksport spadł o 9,5% r/r, przy czym najsilniej zmniejszyła się wartość eksportu towarów zaopatrzeniowych oraz dóbr inwestycyjnych. Nieco niższe spadki miały miejsce w przypadku sprzedaży zagranicznej produktów rolnych oraz środków transportu, przy czym można było zaobserwować tendencję wzrostową eksportu w przypadku aut dostawczych oraz osobowych.
- Marcowy spadek importu wyniósł -8,6% r/r, jednak komunikat NBP wskazuje, że relatywnie niewielkie spadki nastąpiły w przypadku środków transportu i towarów konsumpcyjnych, co może wskazywać, że popyt na omawiane produkty rośnie.
- Skumulowane saldo obrotów bieżących ponownie obniżyło się z 1,4% PKB w lutym do 1,2% PKB w styczniu.



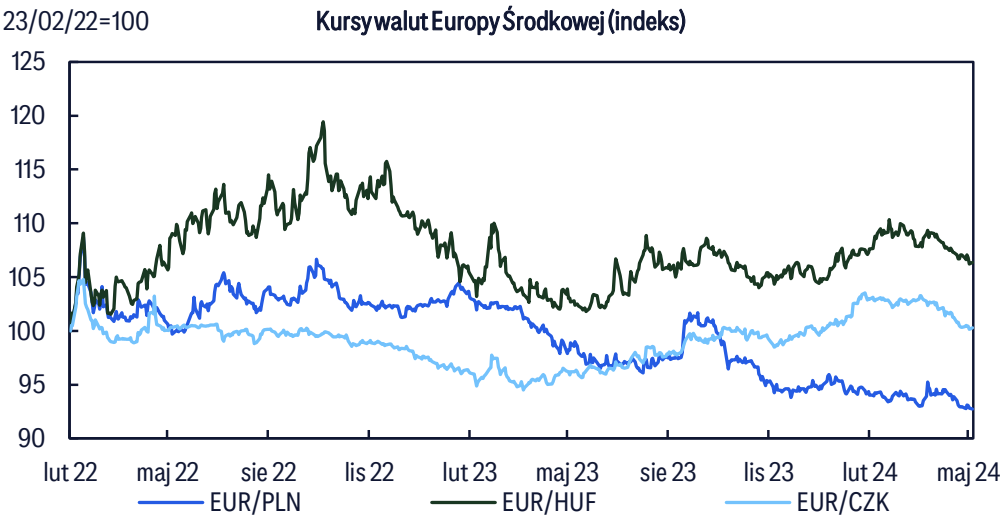
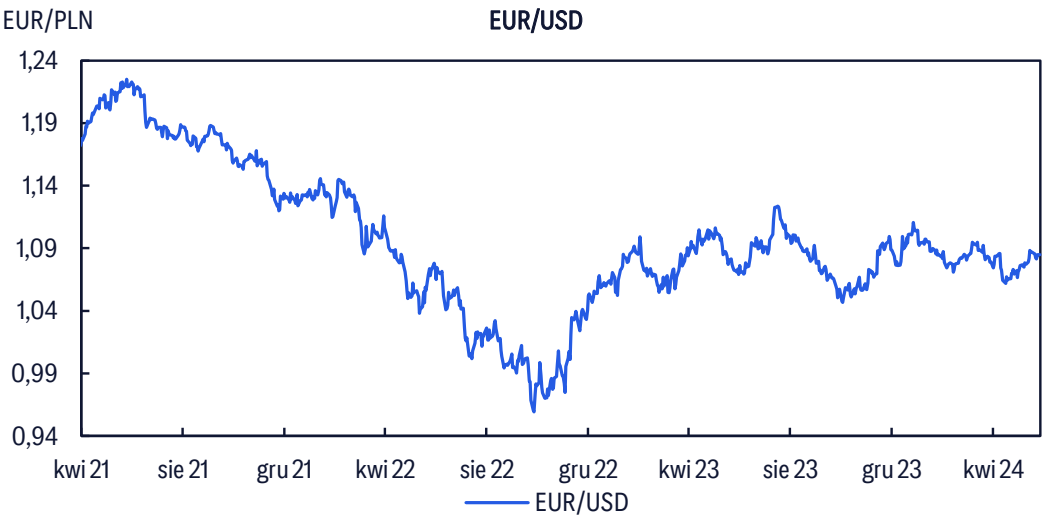
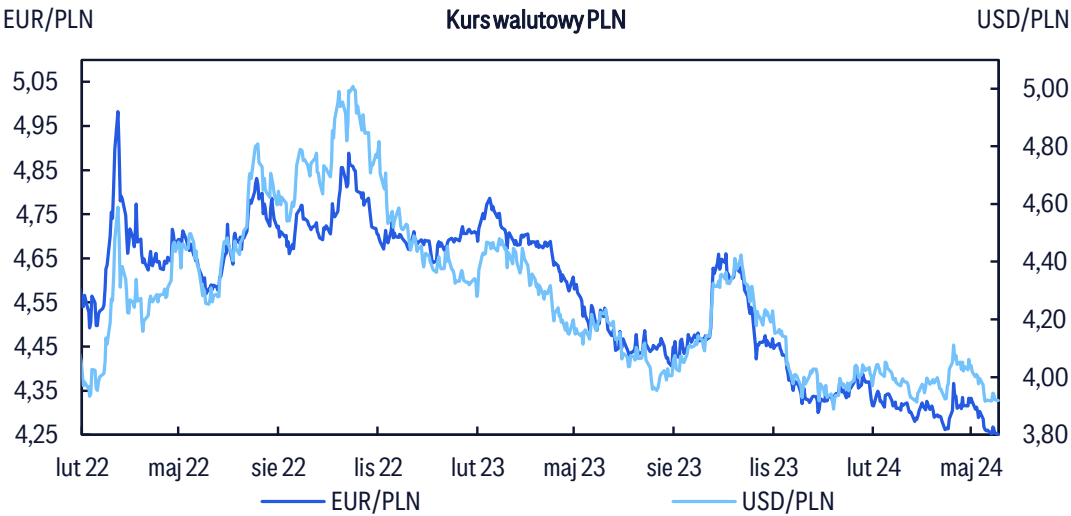
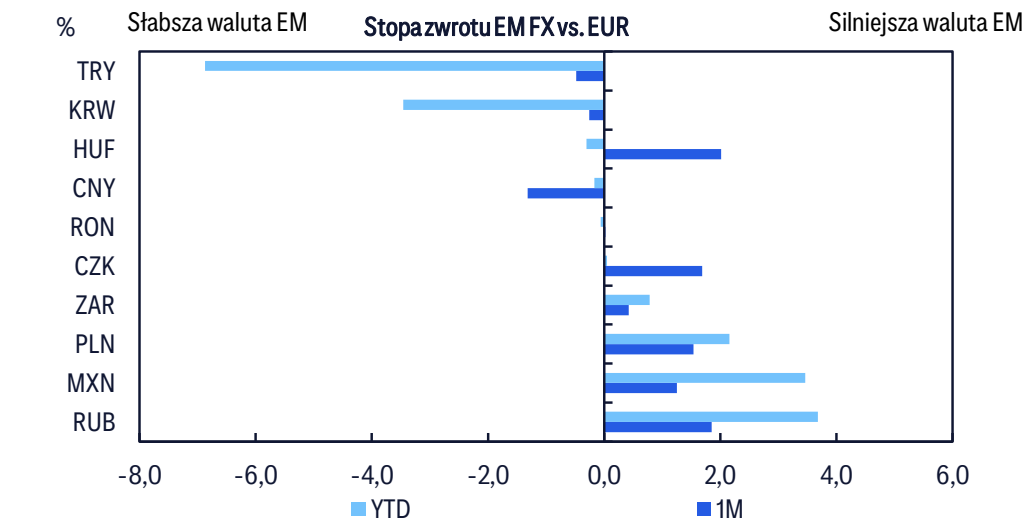
Rynek walutowy

Dolar nie szkodzi walutom EM

- Po kwietniowej przecenie nie ma już obecnie śladu w notowaniach złotego wobec głównych walut. Pary EUR/PLN oraz USD/PLN znajdują się obecnie niedaleko tegorocznych dołków.
- Wśród czynników wspierających nie tylko złotego ale i inne waluty z grupy rynków wschodzących jest brak presji na aprecjację dolara. Pomimo umiarkowanych oczekiwań na obniżki stóp procentowych ze strony Fed, na rynku nie jest obserwowana presja na zauważalne umocnienie amerykańskiej waluty. Kurs EUR/USD znajduje się powyżej poziomu 1,08, czemu sprzyjają lepsze dane ze strefy euro, które mogą przyczynić się do płytszego cyklu cięć stóp procentowych przez EBC.
- Pomimo napływu do Polski środków z tytułu KPO, dane o stanie rachunku walutowego Ministerstwa Finansów pozwalają sądzić, że środki otrzymywane w euro nie są zamieniane na złote. Ponadto w informacji za cały 2023 rok MF poinformowało, że z 20 mld euro wymienionych w walutach obcych transakcje rynkowe obejmowały jedynie 4,5 mld euro. Kwota ta stanowi ok 1/3 środków, które Polska otrzymała w całym ubiegłym roku z transferów z Unii Europejskiej.
- Złoty pozostawał w ostatnich miesiącach mocny. Niemniej biorąc pod uwagę to, że zestaw czynników wzmacniających PLN wydaje się być już w pełni zdyskontowany przez inwestorów, przestrzeń do dalszej aprecjacji może być ograniczona. Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach kurs EUR/PLN będzie zmierzał w stronę poziomu 4,30, a USD/PLN powyżej 4.00.



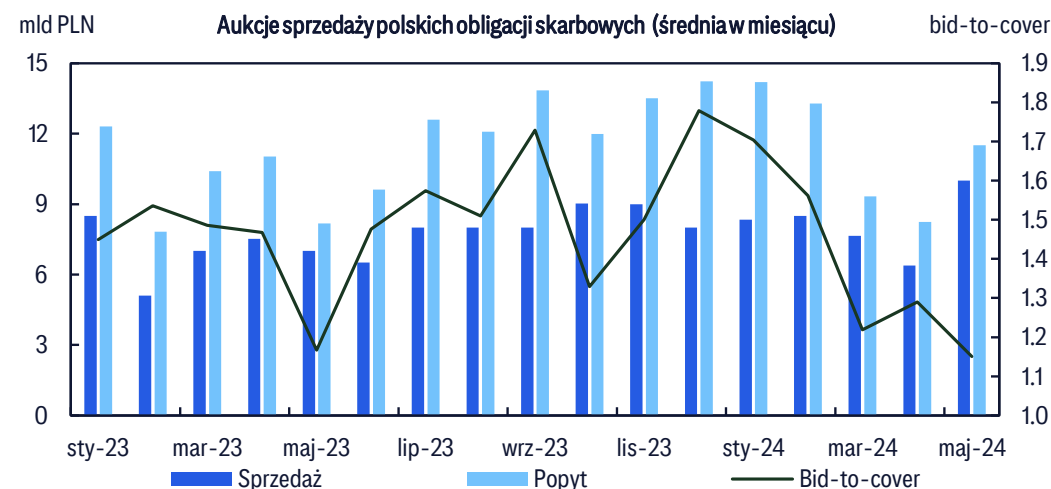
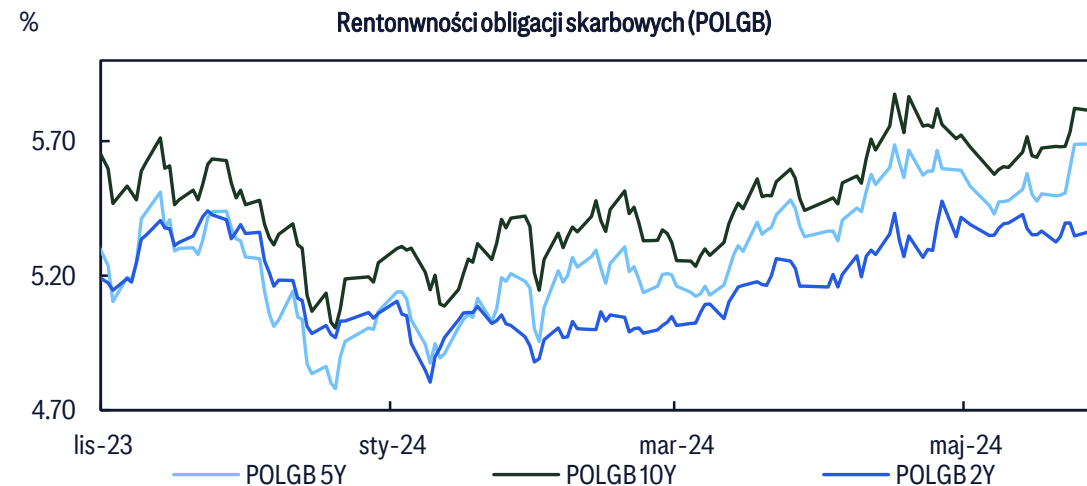
Rynek walutowy



Rynek długu

Rentowności blisko tegorocznych szczytów

- W maju, po krótkotrwałym spadku, rentowności polskich obligacji skarbowych wróciły na koniec miesiąca w pobliże tegorocznych szczytów.
- Relatywnie bardziej stabilne w trakcie tego miesiąca były notowania papierów z krótkiego końca krzywej dochodowości, gdyż w krótkim terminie rynek od pewnego czasu przestał oczekiwać dużych obniżek stóp procentowych przez RPP. Wyceny rynkowe na przyszły rok obciążona jest niepewnością związaną ze ścieżką inflacji.
- Spread papierów 10-letnich nad 2-letnimi oscyluje w okolicach 45 pb, a jego krótkoterminowy spadek na początku maja w pobliże 20 pb został zanegowany w związku z sytuacją podażową na rynku hurtowym. Sprzedaż obligacji Ministerstwa Finansów pozostaje wysoka i o ile nominalnie popyt również jest wysoki, to wskaźnik *bid-to-cover* (stosunek zgłoszonych ofert do sprzedaży) znalazł się na wielomiesięcznych minimach.
- Przestrzeni do spadku rentowności krajowych obligacji nie dawały również czynniki zewnętrzne. Solidne dane z rynków bazowych opisujące nastroje w biznesie powodowały, że zmniejszyły się oczekiwania dotyczące obniżek stóp procentowych w strefie euro czy USA.
- Biorąc pod uwagę, że stanowisko RPP jest już i tak bardzo jastrzębie, a kolejne miesiące powinny przynieść niższą podaż (netto) obligacji, oczekujemy spadku rentowności obligacji 10-letnich w stronę 5,50%, 5-letnich do 5,30% oraz 2-letnich do 5,20%.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2023						2024							
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	
Strefa Realna														
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-6,5	-3,3	-1,6	-2,7	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-5,7	7,9	
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-14,2	4,7	1,4	-7,8	1,3	7,9	4,4	0,3	-9,5	3,5	0,6	4,0	-1,9	
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-5,9	-2,8	-0,7	-2,4	-2,3	-3,9	0,8	-1,5	-5,2	2,5	3,8	-6,0	8,2	
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	1,1	-0,6	1,6	1,1	3,5	11,5	9,8	3,9	14,0	-6,2	-4,9	-13,3	-2,0	
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-7,3	-6,8	-4,7	-4,0	-2,7	-0,3	2,8	-0,3	-2,3	3,2	6,1	6,1	4,1	
Stopa bezrobocia (%)	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	
Ceny														
Inflacja (% r/r)	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	
Inflacja (% m/m)	0,7	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,4	0,3	0,7	0,1	0,4	0,3	0,2	1,1	
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,9	-8,6	
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-1,3	-1,9	-0,8	-1,1	-0,1	0,3	-0,6	-1,2	-1,4	-1,9	0,1	-0,5	0,2	
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	11,3	
Przepływy zagraniczne														
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-2248	-257	4087	55	587	1184	2151	1352	199	1742	511	325	-	
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	258	895	1482	79	116	585	1055	-13	-799	1297	324	486	-	
Eksport f.o.b. (mln EUR)	26532	28529	28822	25827	25714	27601	29845	29768	24764	27032	27186	28331	-	
Eksport (% r/r)	2,0	4,6	4,3	0,2	-2,1	-4,0	2,1	-2,0	-6,2	-4,5	0,5	-9,5	-	
Import f.o.b. (mln EUR)	26274	27634	27340	25748	25598	27016	28790	29781	25563	25735	26862	27845	-	
Import (% r/r)	-8,8	-4,2	-5,0	-6,4	-10,9	-13,8	-7,1	-7,2	-10,6	-5,3	0,9	-8,3	-	

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2023						2024							
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	
Strefa monetarna														
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6,7	7,1	7,9	8,0	7,3	8,3	8,2	7,6	8,5	7,7	7,4	6,6	7,4	
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10,1	10,6	11,4	11,5	11,8	12,4	11,6	11,5	11,5	11,3	10,9	10,2	10,4	
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	13,0	12,7	13,5	14,8	11,1	11,2	10,9	8,7	8,8	5,1	2,3	1,9	2,2	
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	-5,0	-4,5	-5,0	-4,9	-4,3	-3,9	-3,9	-3,5	-2,2	-1,1	-0,6	-0,4	0,2	
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	3,3	1,9	0,8	-1,6	-6,1	-4,8	-5,6	-5,0	-3,0	-4,1	-4,7	-2,2	-2,2	
Rynki finansowe														
Stopa referencyjna (koniec mies.)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	
WIBOR 3M (średnio)	6,80	6,80	6,80	6,71	6,59	5,89	5,58	5,67	5,75	5,77	5,76	5,76	5,76	
WIBOR 3M (koniec okresu)	6,80	6,80	6,80	6,66	6,55	5,67	5,56	5,73	5,78	5,76	5,76	5,77	5,76	
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	6,89	6,96	6,34	6,46	6,18	5,56	5,61	5,74	5,69	5,61	5,55	5,56	5,46	
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	6,05	5,99	5,75	5,37	5,42	5,04	5,23	5,53	5,09	5,02	5,04	5,28	5,54	
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	6,02	5,99	5,63	5,30	5,56	5,25	5,38	5,44	4,83	5,18	5,14	5,49	5,60	
EUR/PLN (koniec okresu)	4,59	4,54	4,45	4,41	4,47	4,64	4,45	4,35	4,35	4,34	4,32	4,32	4,32	
USD/PLN (koniec okresu)	4,18	4,26	4,11	4,00	4,11	4,37	4,17	3,98	3,94	4,01	3,98	4,01	4,03	
EUR/USD (koniec okresu)	1,10	1,07	1,09	1,10	1,09	1,06	1,06	1,09	1,11	1,08	1,08	1,08	1,07	
Wskaźniki fiskalne														
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	10,0	20,9	12,7	13,1	16,6	34,7	36,4	42,6	85,6	-13,7	7,8	24,5	39,9	
Def. budżetowy skum. (% planu)*	15%	31%	19%	19%	24%	51%	54%	63%	126%	-20%	12%	36%	59%	

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	811	895	981
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,067	3,396	3,634	3,927
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,761	17,990	18,266	21,560	23,853	26,233
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,1	37,9	37,8	37,6	37,5	37,4
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	5,0	5,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	3,2	3,9
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	2,7	13,1	2,0	6,0
Konsumpcja (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,3	-0,1	4,2	3,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	4,1	3,8
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,4	4,3	5,1
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-2,0	5,7	5,9
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,9	3,2
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,3	4,7
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	4,75
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,88	4,76
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,25	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,92	4,18	3,84
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,19	4,06	4,00
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,35	4,42
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,33	4,39

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,8	-4,0	-8,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	-0,4	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	-5,7	-8,3
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	407,4	442,9
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	413,1	451,2
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,7	49,1
Saldo dochodów pierwotnych	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,5	-45,1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,1	-5,5	-4,4
Saldo pierwotne sektora	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,2	-3,3	-1,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	39,1	41,8	42,3

Prognozy długoterminowe

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% r/r)	6,9	5,6	0,2	3,2	3,9	3,4	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	5,1	14,3	11,5	4,3	4,7	3,2	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,1	-2,6	1,7	-0,4	-0,9	-0,8	-0,6
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3,50	6,75	5,75	5,75	4,75	3,75	3,75
USD/PLN (Koniec okresu)	2,95	4,38	3,92	4,18	3,84	3,74	3,79
USD/PLN (Średnia)	3,01	4,45	4,19	4,06	4,00	3,73	3,77
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,96	4,69	4,35	4,35	4,42	4,46	4,47
EUR/PLN (Średnia)	3,99	4,69	4,54	4,33	4,39	4,45	4,47

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciotek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciotek@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 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.

citi handlowy