

Citi Monthly

Inflacja gotowa do skoku

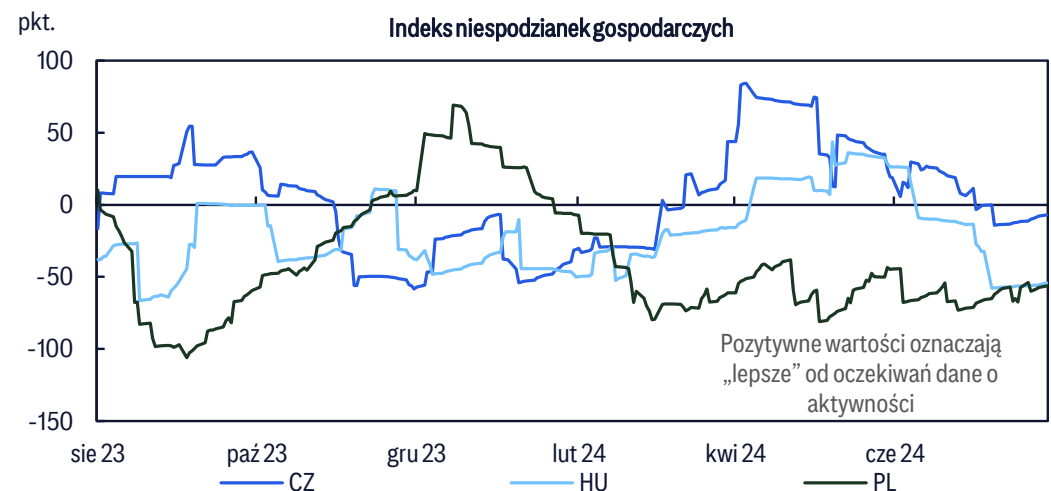
Podsumowanie

- Choć gospodarka pozostaje w fazie stopniowego ożywienia, odbicie aktywności w II kwartale okazało się słabsze niż wcześniej przewidywaliśmy. Na oficjalne dane o PKB będzie trzeba jeszcze poczekać do połowy sierpnia, ale nasze szacunki wskazują, że w II kw. wzrost prawdopodobnie nie przekroczył 3% (nasza prognoza 2,7%). Przeszkodą dla silniejszego ożywienia w kraju wciąż pozostaje słabość popytu zewnętrznego, szczególnie w strefie euro.
- Presja płacowa powoli słabnie, ale wzrosty wynagrodzeń utrzymują się na dwucyfrowych poziomach. Zatrudnienie kontynuuje spadki, jednak jak na razie nie prowadzi do zauważalnego pogorszenia się sytuacji na rynku pracy. W czerwcu stopa bezrobocia spadła poniżej 5%.
- W czerwcu inflacja wyniosła 2,6%, ale częściowe uwolnienie cen energii w lipcu najprawdopodobniej popchnie CPI wyraźnie w górę. Nie spodziewamy się jednak żeby podwyżki cen prądu i gazu doprowadziły do tzw. efektów drugiej rundy (tj. do podwyżek w innych kategoriach koszyka inflacyjnego).
- Zgodnie z oczekiwaniami, w lipcu Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Zaskoczeniem okazało się jednak zaostrożenie retoryki prezesa NBP, który zasignalizował, że stopy procentowe mogą pozostać bez zmian aż do 2026 roku. Wypowiedzi te miały tylko krótkotrwały wpływ na oczekiwania rynkowe, a pod koniec lipca inwestorzy ponownie wyceniali pierwsze obniżki stóp procentowych już w pierwszej połowie 2025 r.

Aktywność ekonomiczna

Stopniowo w górę

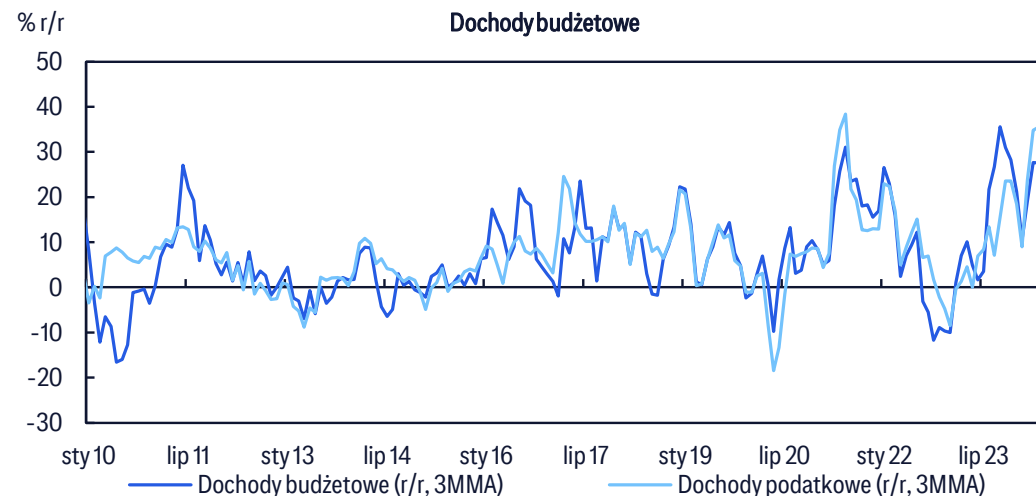
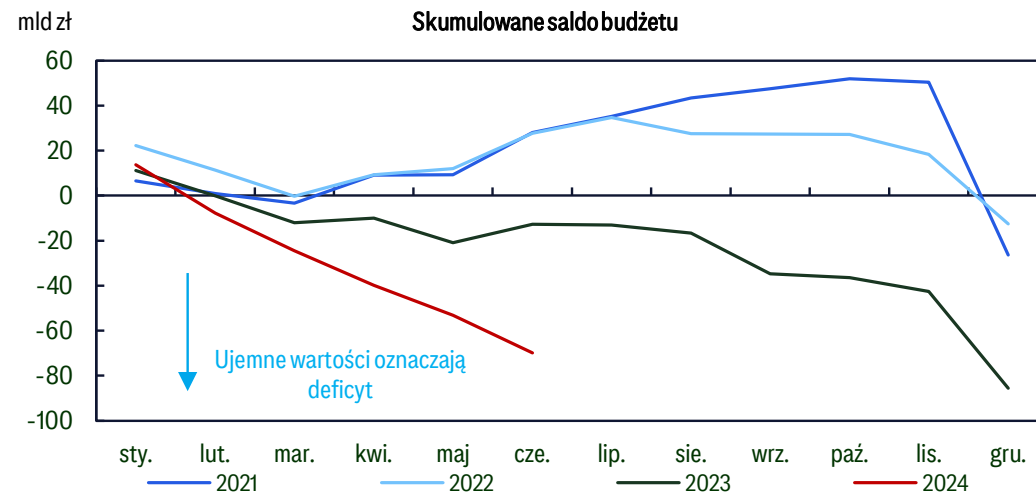
- Opublikowana w lipcu seria danych pozwala w końcu na podsumowanie drugiego kwartału. Dane o produkcji w samym czerwcu okazały się wyższe od oczekiwań, podczas gdy sprzedaż detaliczna wzrosła mniej niż prognozowano.
- W sumie dostępne dane sugerują, że w całym II kwartale wzrost gospodarczy przyspieszył do około 2,7% r/r. Jeszcze dwa miesiące temu spodziewaliśmy się wyniku na poziomie ~3,1% i w tym kontekście ożywienie gospodarcze nie spełniło oczekiwań. Niemniej jest to wciąż wyraźna poprawa w stosunku do 2% wzrostu w I kwartale, a prognozy na drugą połowę roku wskazują na dalsze przyspieszenie.
- Podobnie jak w poprzednich miesiącach jesteśmy w miarę optymistyczni jeżeli chodzi o siłę popytu konsumpcyjnego, który jest wspierany przez dynamicznie rosnące płace realne w kraju. Obawy dotyczą przede wszystkim popytu zagranicznego – oznaki przedłużającego się spowolnienia w Niemczech mogą utrudnić długo oczekiwanego odbicie w produkcji przemysłowej, bez którego trudno będzie wygenerować w kraju trwałą wzrost. Zresztą nasze indeksy niespodzianek gospodarczych pokazują, że od miesięcy dane z polskiej gospodarki zaskakują negatywnie.
- W całym roku spodziewamy się wzrostu gospodarczego w granicach 3-3,5%. Biorąc pod uwagę ostatnie dane ryzyko dla tej prognozy wydaje się być po stronie niższych odczytów, szczególnie jeżeli gospodarka europejska nie wejdzie w fazę ożywienia.



Polityka fiskalna

Pozytywne sygnały we wpływach VAT

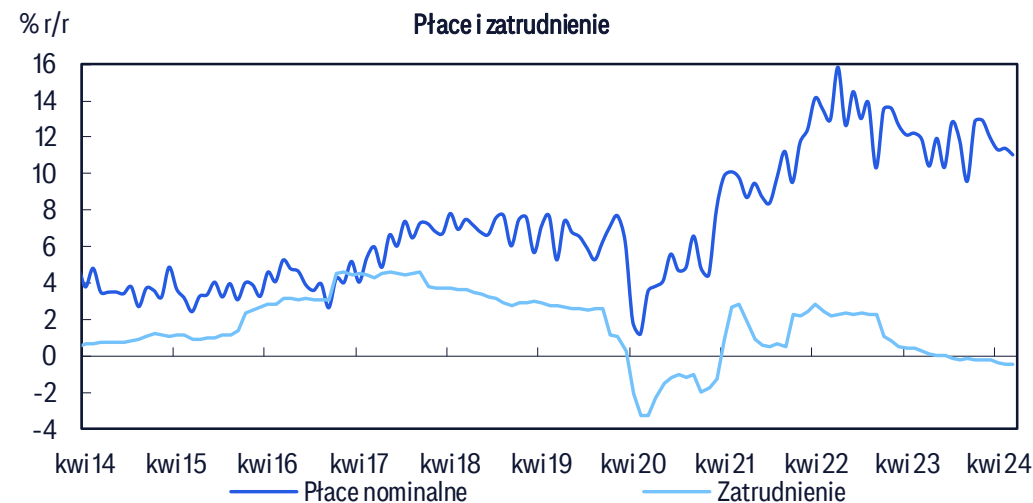
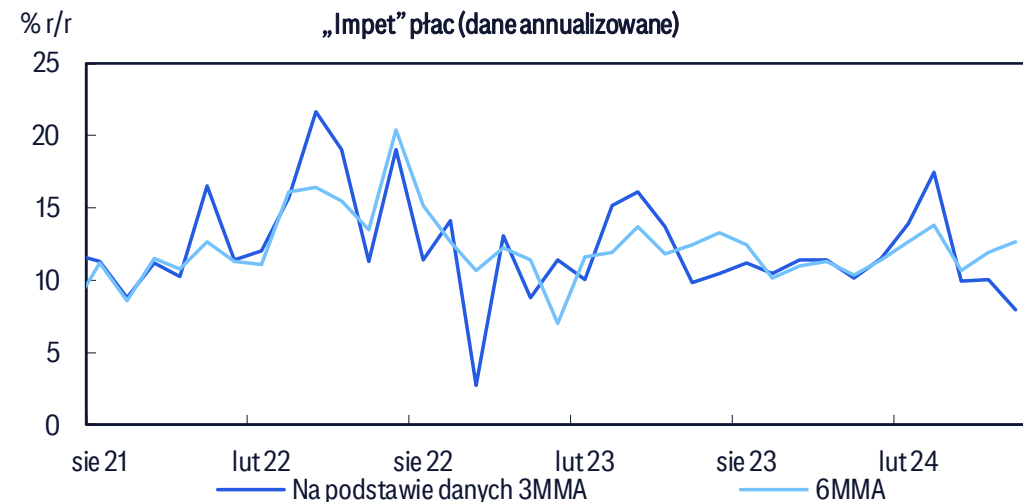
- Po sześciu miesiącach roku deficyt budżetu osiągnął 69,9 mld zł. Był to rekordowo wysoki półroczny deficyt, ale fakt ten nie powinien dziwić, skoro plan na cały rok również jest ustalony na rekordowym poziomie.
- Dane za sam czerwiec przyniosły lekki powiew optymizmu jeżeli chodzi o wykonanie wpływów z podatku VAT. Dochody z tego tytułu wzrosły o 30% r/r i były wyższe od naszych przewidywań oraz poziomów wynikających z dotychczasowego trendu. Ożywienie w konsumpcji zapewne przyczyni się do podtrzymania dynamiki podatków pośrednich w drugiej połowie roku.
- Powinno to pomóc ograniczyć dotychczasowe ubytki w budżecie, ale na podstawie dostępnych danych wciąż sądzimy, że wpływy podatkowe w tym roku będą o około 25 mld zł niższe od planu. Aby utrzymać deficyt w granicach zarysowanych w ustawie budżetowej, wydatki musiałyby okazać się o przynajmniej 3% niższe od planu, co wyraźnie wychodzi poza zakres „naturalnych” oszczędności. W sumie oznacza to, że ryzyko rewizji budżetu nie znika, choć na razie kwestia ta nie jest jeszcze przesądzona.
- Jeżeli chodzi o wynik całego sektora rządowego i samorządowego, który obejmuje również często w ostatnich latach wykorzystywane „fundusze pozabudżetowe”, spodziewamy się w tym roku deficytu na poziomie około 5% PKB.



Rynek pracy

Hamowanie wynagrodzeń

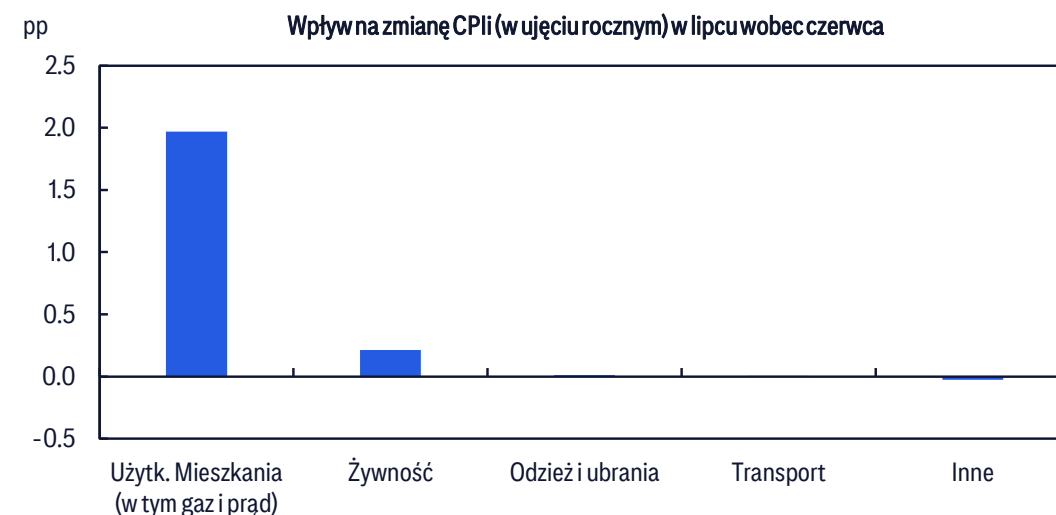
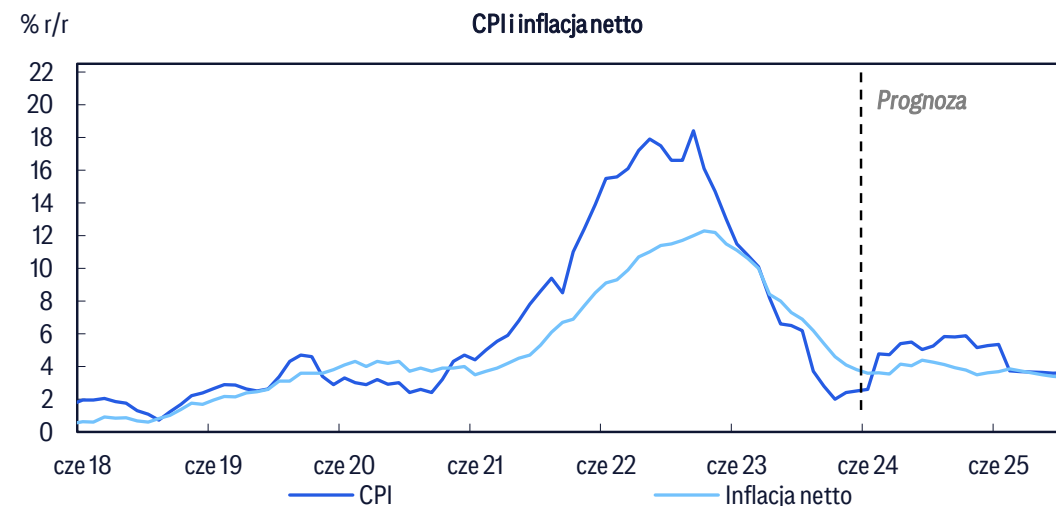
- W czerwcu wzrost wynagrodzeń lekko wyhamował i wyniósł 11% r/r, wobec 11,4% w maju. Spodziewamy się stopniowego obniżania dynamiki płac do około 10% w dalszej części roku, w miarę jak miesięczne podwyżki wynagrodzeń powoli wytracają swój impet. Mimo, że na lipiec zaplanowano podwyżkę płacy minimalnej, była ona znacznie niższa od tej z początku roku, a zatem nie powinna wywołać dużych wstrząsów na rynku pracy. W odniesieniu do poprzedniego roku analogiczny wzrost minimalnego wynagrodzenia miał niewielki wpływ na dynamikę płac.
- Do lekkiego wyhamowania tendencji wzrostowej doszło również w przypadku płac realnych, które w czerwcu wzrosły o 8,2% r/r, w porównaniu z 8,7% miesiąc wcześniej. W związku z wyższymi cenami energii w drugiej połowie roku i wynikającym z tego tytułu wzrostem inflacji, spodziewamy się spadku dynamiki płac realnych do około 5%-6%.
- Jeżeli chodzi o spadek zatrudnienia, był on łagodniejszy niż miesiąc wcześniej i wyniósł 0,4% r/r. Stopa bezrobocia rejestrowanego od początku tego roku wykazuje trend spadkowy i według GUS w czerwcu osiągnęła poziom 4,9%, wobec 5% w maju. Powyższe dane są niejako potwierdzeniem dobrej kondycji rynku pracy i póki co nie uzasadniają obaw, które pojawiały się w związku z doniesieniami o dużych zwolnieniach grupowych w polskich przedsiębiorstwach.



Inflacja

Gotowa do skoku

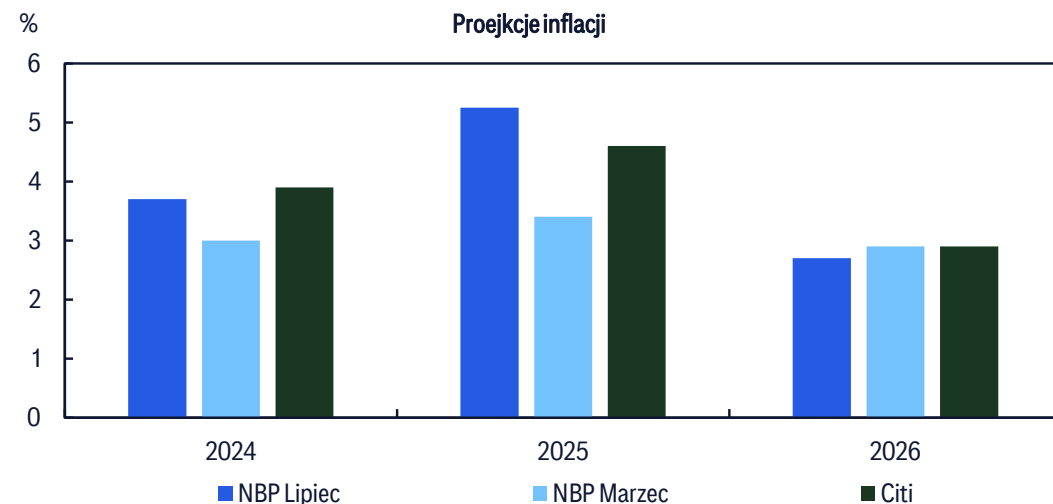
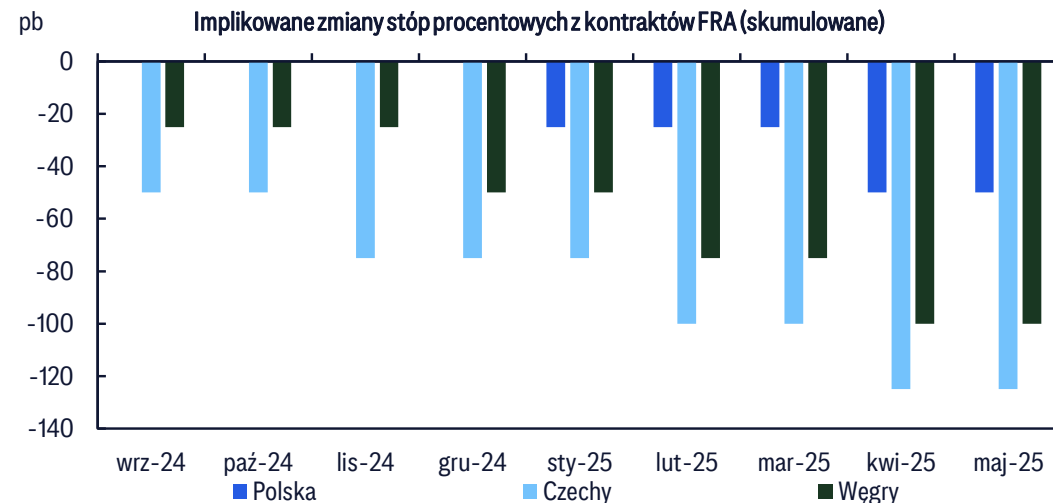
- Czerwcową inflację wzrosła tylko nieznacznie, osiągając poziom 2,6% r/r, wobec 2,5% w maju. Wskaźnik CPI po raz kolejny nie tylko utrzymał się blisko celu RPP, lecz również okazał się niższy od przewidywań rynkowych. Z kolei wskaźnik inflacji bazowej, który powstaje przez wyeliminowanie z indeksu CPI wpływu cen żywności, paliw oraz energii, obniżył się do 3,6%.
- Druga połowa roku zostanie zdominowana przez lipcowe podwyżki cen energii oraz gazu. W połączeniu z efektami niskiej statystycznej bazy (obniżki cen paliw przed wyborami w 2023 roku) może to pomóc popchnąć inflację nawet do około 5%+. Głównym źródłem niepewności jest to, w jakiej skali i w jakim tempie zmaterializują się podwyżki cen ciepła i usług komunalnych. Według naszych założeń czynnik ten może dodać 0,2-0,3 pp do rocznego wskaźnika inflacji w trakcie II połowy roku.
- Podtrzymujemy nasz scenariusz z minionego miesiąca, który zakłada, że wywołany cenami cen energii wzrost inflacji będzie tylko przejściowy. Spodziewamy się, że po roku inflacja powróci do poziomów zbliżonych do górnej granicy celu banku centralnego (2,5% +/-1pp). W sumie słabszy niż wcześniej oczekiwano wzrost gospodarczy w kraju, a także przedłużające się spowolnienie w strefie euro powinny pomóc ograniczyć presję inflacyjną. Do pełnej stabilizacji CPI potrzeba jednak kolejnych sygnałów świadczących o obniżeniu presji płacowej.



Polityka pieniężna

Bez zmian do 2026?

- Lipcowe posiedzenie RPP nie tylko nie przyniosło obniżki stóp procentowych w Polsce, ale skutkowało zaostrzeniem przekazu ze strony władz monetarnych. W trakcie konferencji prasowej prezes NBP A. Głapiński sugerował, że przestrzeń do obniżek stóp procentowych może pojawić się nie wcześniej niż w 2026 roku.
- Jastrzębia retoryka w polityce pieniężnej w Polsce uzasadniana jest sytuacją inflacyjną oraz prognozami jej rozwoju. NBP zauważalnie przesunął w górę swoją projekcję inflacji na rok 2025 do 5,2% wobec 3,6% oczekiwanego jeszcze w marcu. Projekcja NBP jest wyższa od naszej prognozy o 0,6 pp, na co prawdopodobnie wpływają założenia dotyczące zmian cen energii, gdyż analitycy banku centralnego założyli dostosowanie rachunków dla gospodarstw domowych zgodnie z obowiązującymi regulacjami (MKiŚ sugeruje wprowadzenie działań osłonowych ograniczających skalę wzrostu cen).
- Pomimo dosyć silnego przekazu ze strony prezesa Głapińskiego, rynek od czasu lipcowego posiedzenia Rady powrócił do wyceny obniżek stóp procentowych na początku przyszłego roku. Retoryka polskiego banku centralnego jest relatywnie jastrzębia nie tylko na tle regionu Europy Środkowo-Wschodniej, ale też w porównaniu do rynków bazowych (strefa euro czy USA). Naszym zdaniem RPP może ostatecznie rozważyć obniżki stóp procentowych jeszcze przed 2026 roku i biorąc to pod uwagę, spodziewamy się pierwszej obniżki stóp w drugiej połowie przyszłego roku, kiedy wygasną efekty związane z lipcową podwyżką cen prądu.



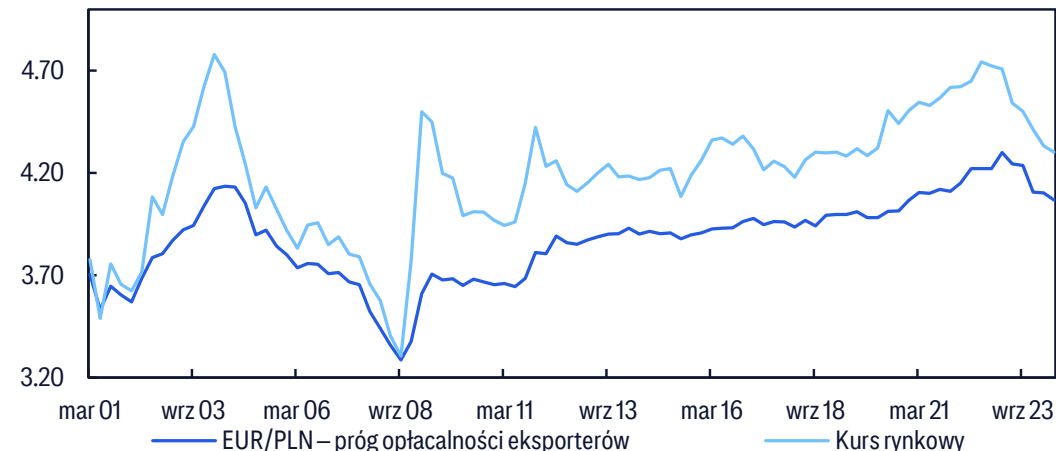
Rynek walutowy

Złoty mocniejszy, ale rajd został zatrzymany

- Od stanu na koniec czerwca złoty umocnił się w relacji do większości walut G10 – wobec euro aprecjacja wyniosła ok. 0,3%, a do dolara 1,4%. Przejściowo złoty był jeszcze mocniejszy, gdyż w lipcu pary EUR/PLN oraz USD/PLN osiągnęły dołki w pobliżu poziomów 4,25 oraz 3,90.
- Złoty otrzymuje wsparcie ze strony polityki pieniężnej. Sygnały płynące z RPP wskazują na ograniczone pole do obniżek stóp procentowych w najbliższym czasie, a jednocześnie cykl obniżek stóp rozpoczął się już w strefie euro i prawdopodobnie do końca tego kwartału ruszy również w USA. Jastrzębia postawa RPP odznacza się również na tle innych krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie zaskoczenia w dół w inflacji w Czechach czy na Węgrzech otwierają pole do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w tych krajach. W takim otoczeniu powstały warunki sprzyjające solidnej wycenie polskiej waluty.
- Mocny złoty może jednak nie być korzystny z punktu widzenia polskich eksporterów i takie obawy były w ostatnim czasie wyrażane między innymi przez Ministerstwo Finansów. Nasza analiza napływu walut obcych do Polski (głównie z funduszy UE) wskazuje, że MF nie decyduje się na wymianę tych środków bezpośrednio rynku, aby nie tworzyć dodatkowej presji na aprecjację PLN. Wymiana walut obcych w banku centralnym jest neutralna dla notowań waluty.
- W perspektywie najbliższych miesięcy oczekujemy, że kurs EUR/PLN będzie pozostawał w przedziale 4,25–4,30.

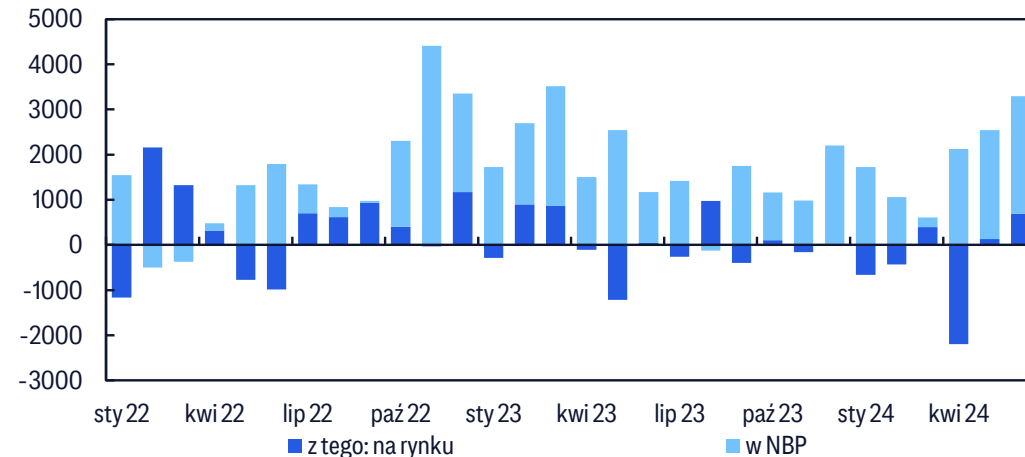
EUR/PLN

Konkurencyjność eksportu

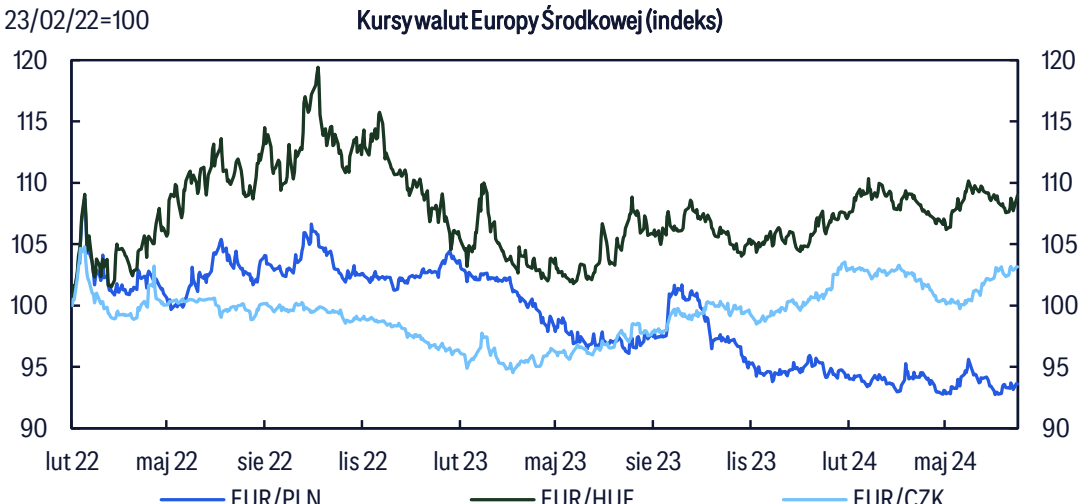
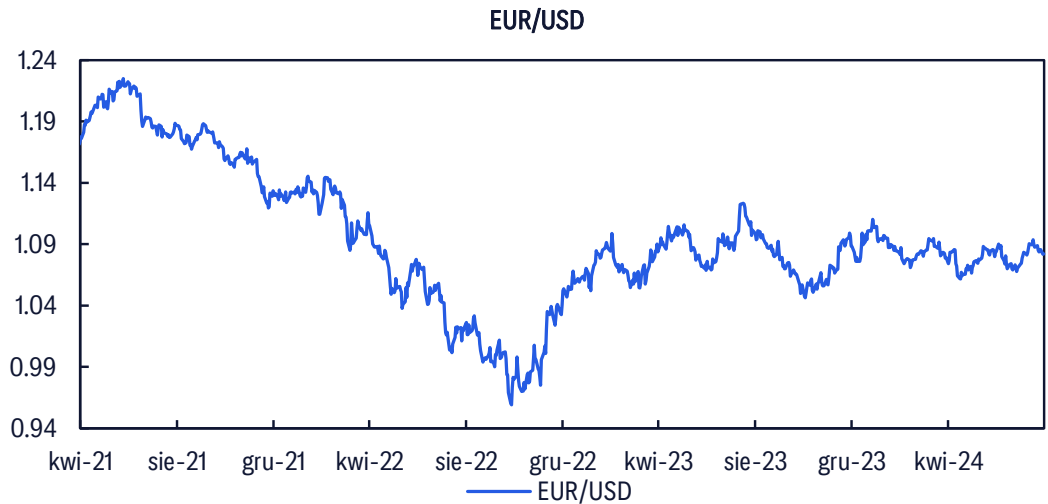
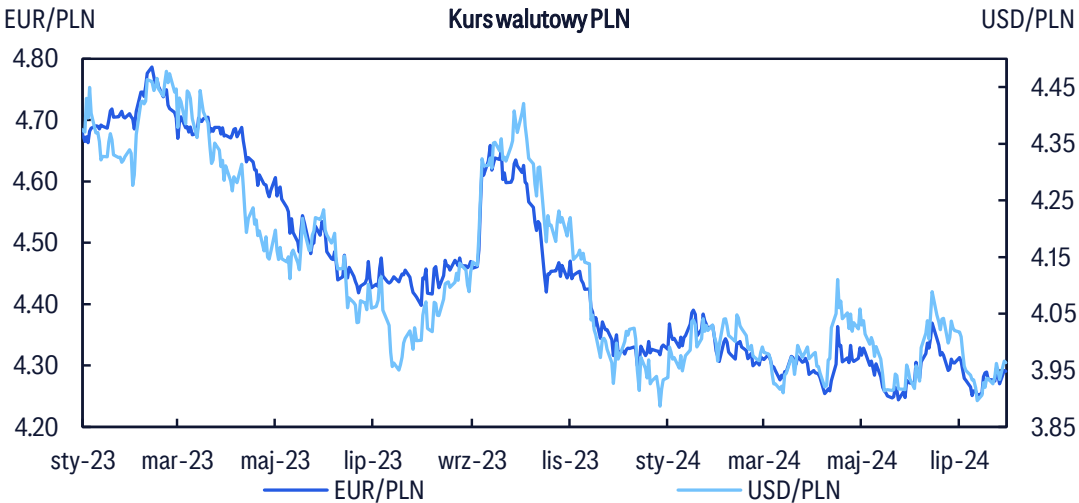
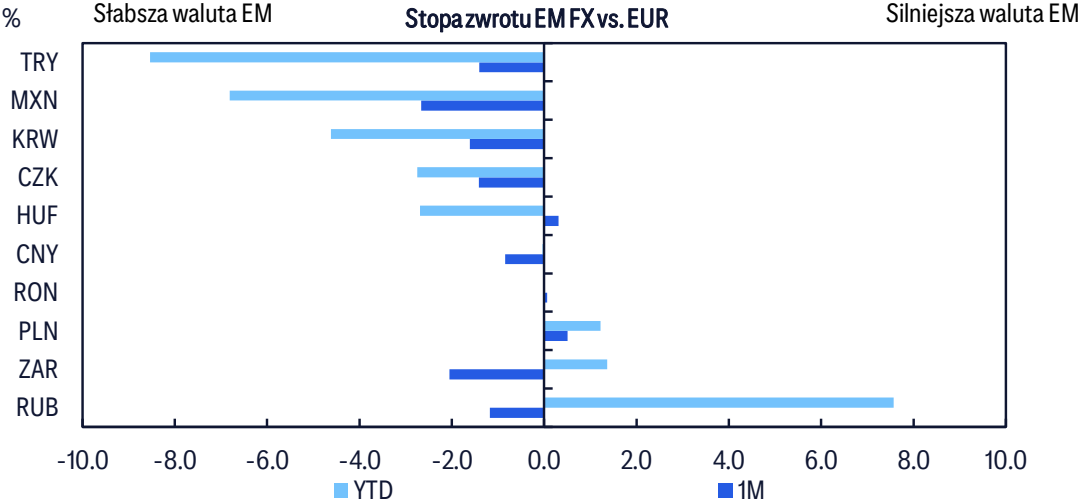


EUR mn

Wymiana walut przez MF (szacunki)



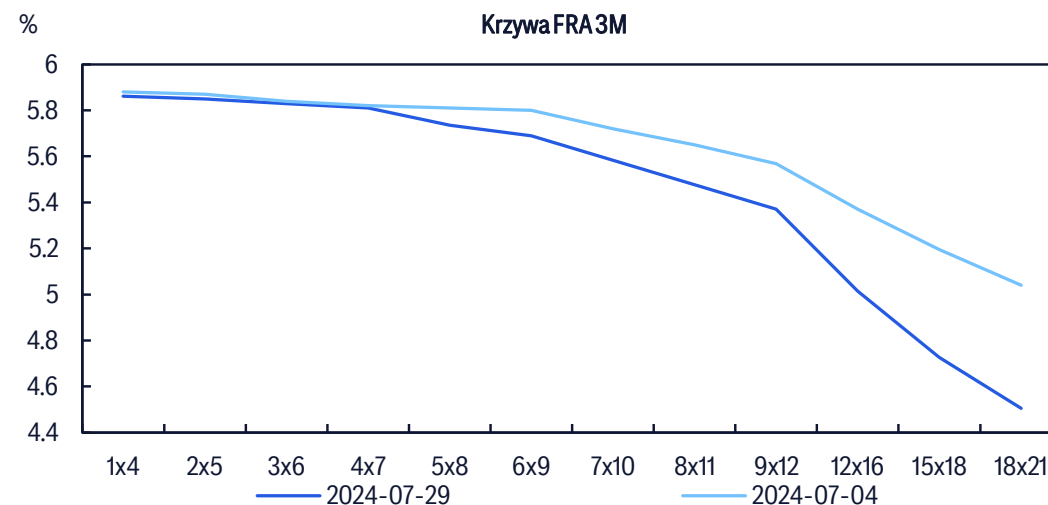
Rynek walutowy



Rynek długu

Krótki koniec krzywej żyje perspektywą obniżek stóp

- W lipcu doszło do lekkiego wystromienia polskiej krzywej dochodowości, co było wynikiem mocniejszego spadku rentowności obligacji na krótkim końcu polskiej krzywej dochodowości niż na długim końcu.
- Ciekawie wygląda sytuacja na krótkim końcu krzywej dochodowości, gdzie po przejściowym wzroście rentowności obligacji 2-letnich nawet w pobliżu 5,30% (5,17% na koniec czerwca) notowania spadły poniżej 5,10%. Źródłem takiego ruchu upatrujemy w powrocie oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych. O ile krzywa FRA zanotowała przejściowy silny wzrost po posiedzeniu RPP, to ten ruch został już w zasadzie w całości skorygowany, i pierwsza obniżka stawki referencyjnej wyceniana jest w pełni w lutym 2025 roku.
- Zmiany nachylenia polskiej krzywej dochodowości prawdopodobnie były również pochodną notowań na rynkach bazowych. Spread polskich papierów 10-letnich nad 2-letnimi wzrósł o ok. 5 pb, gdzie w Niemczech i USA te zmiany były jeszcze większe i wyniosły odpowiednio 10 pb i 16 pb. Wynikało to ze wzrostu oczekiwań na łagodzenie polityki pieniężnej w USA, gdzie obecnie kontrakty pochodne wskazują na przestrzeń do zmniejszenia stawki funduszy federalnych o blisko 75 pb do końca roku.
- Pomimo relatywnie dużej podaży obligacji skarbowych w lipcu w porównaniu do historycznego wzorca, nie obserwowaliśmy presji na wzrost rentowności obligacji, co mogło wynikać z transferów środków w stronę inwestorów wraz z dużymi zapadalnościami papierów.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2023						2024						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-1,6	-2,7	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-5,7	7,8	-1,6	0,3
Produkcja przemysłowa (% m/m)	1,4	-7,8	1,3	7,9	4,4	0,3	-9,5	3,5	0,6	4,0	-1,9	-4,4	3,3
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-0,7	-2,4	-2,3	-3,9	0,8	-1,5	-5,2	2,5	3,8	-6,0	8,1	-1,6	0,2
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	1,6	1,1	3,5	11,5	9,8	3,9	14,0	-6,2	-4,9	-13,3	-2,0	-6,6	-8,9
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-4,7	-4,0	-2,7	-0,3	2,8	-0,3	-2,3	3,2	6,1	6,1	4,1	5,0	4,4
Stopa bezrobocia (%)	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4
Inflacja (% r/r)	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6
Inflacja (% m/m)	0,0	-0,2	0,0	-0,4	0,3	0,7	0,1	0,4	0,3	0,2	1,1	0,1	0,1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-6,1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0,8	-1,1	-0,1	0,3	-0,6	-1,2	-1,4	-1,9	0,1	-0,5	0,3	-0,3	0,1
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	4087	55	587	1184	2240	1196	165	1584	1722	1357	-13	-63	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	1482	79	116	585	1055	-13	-799	1435	463	627	124	-613	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	28822	25827	25714	27601	29845	29768	24764	27363	27520	28667	28250	26358	-
Eksport (% r/r)	4,3	0,2	-2,1	-4,0	2,1	-2,0	-6,2	-3,3	1,8	-8,5	6,5	-7,6	-
Import f.o.b. (mln EUR)	27340	25748	25598	27016	28790	29781	25563	25928	27057	28040	28126	26971	-
Import (% r/r)	-5,0	-6,4	-10,9	-13,8	-7,1	-7,2	-10,6	-4,6	1,7	-7,6	7,0	-2,4	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2023						2024						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7,9	8,0	7,3	8,3	8,2	7,6	8,5	7,7	7,4	6,6	7,4	8,0	8,4
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	11,4	11,5	11,8	12,4	11,6	11,5	11,5	11,3	10,9	10,2	10,4	10,6	10,8
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	13,5	14,8	11,1	11,2	10,9	8,7	8,8	5,1	2,3	1,9	2,2	2,7	2,3
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	-5,0	-4,9	-4,3	-3,9	-3,9	-3,5	-2,2	-1,1	-0,6	-0,4	0,2	0,5	1,4
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	0,8	-1,6	-6,1	-4,8	-5,6	-5,0	-3,0	-4,1	-4,7	-2,2	-2,2	-1,4	-0,5
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
WIBOR 3M (średnio)	6,80	6,71	6,59	5,89	5,58	5,67	5,75	5,77	5,76	5,76	5,76	5,75	5,75
WIBOR 3M (koniec okresu)	6,80	6,66	6,55	5,67	5,56	5,73	5,78	5,76	5,76	5,77	5,76	5,75	5,75
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	6,34	6,46	6,18	5,56	5,61	5,74	5,69	5,61	5,55	5,56	5,46	5,44	5,51
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5,75	5,37	5,42	5,04	5,23	5,53	5,09	5,02	5,04	5,28	5,54	5,45	5,21
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5,63	5,30	5,56	5,25	5,38	5,44	4,83	5,18	5,14	5,49	5,60	5,49	5,49
EUR/PLN (koniec okresu)	4,45	4,41	4,47	4,64	4,45	4,35	4,35	4,34	4,32	4,32	4,32	4,27	4,31
USD/PLN (koniec okresu)	4,11	4,00	4,11	4,37	4,17	3,98	3,94	4,01	3,98	4,01	4,03	3,94	4,03
EUR/USD (koniec okresu)	1,09	1,10	1,09	1,06	1,06	1,09	1,11	1,08	1,08	1,08	1,07	1,09	1,07
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	12,7	13,1	16,6	34,7	36,4	42,6	85,6	-13,7	7,8	24,5	39,9	53,1	69,9
Def. budżetowy skum. (% planu)*	19%	19%	24%	51%	54%	63%	126%	-20%	12%	36%	59%	78%	103%

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	809	910	998
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2127	2288	2338	2631	3067	3396	3631	3935
PKB per capita (USD)	15348	15528	15761	17990	18268	21487	24251	26682
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	4,9	5,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	3,4	4,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	2,7	13,1	-1,8	6,6
Konsumpcja (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,3	-0,1	6,0	3,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	5,4	3,9
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,4	1,9	5,6
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-2,0	2,2	5,7
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,2	3,6
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,9	4,6
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	10,5	7,8
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	4,39	3,94	4,00	3,86
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	3,99	3,94
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,25	4,32
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,27	4,29

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	13,7	3,4	-2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	0,4	-0,3
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	1,7	-2,2
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	398,1	431,9
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	396,4	434,1
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,8	49,0
Saldo dochodów pierwotnych	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,5	-45,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,5	-5,1	-5,4	-4,3
Saldo pierwotne sektora	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,2	-3,2	-1,6
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	39,1	41,8	42,0

Prognozy długoterminowe

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% r/r)	6,9	5,6	0,2	3,4	4,3	3,4	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	5,1	14,3	11,5	3,9	4,6	2,9	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,1	-2,6	1,7	0,4	-0,3	-0,1	0,0
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	4,39	3,94	4,00	3,86	3,76	3,81
USD/PLN (Średnia)	3,01	4,45	4,20	3,99	3,94	3,77	3,79
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,96	4,69	4,35	4,25	4,32	4,36	4,37
EUR/PLN (Średnia)	3,99	4,69	4,54	4,27	4,29	4,35	4,37

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.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

Praktykantka

aleksandra.siuzdak@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