

# CitiMonthly

## Falowanie trwa

Piotr Kalisz, CFA,  
Cezary Chrapek, CFA  
Luty 2021

[www.citihandlowy.pl](http://www.citihandlowy.pl)  
Bank Handlowy w Warszawie S.A,

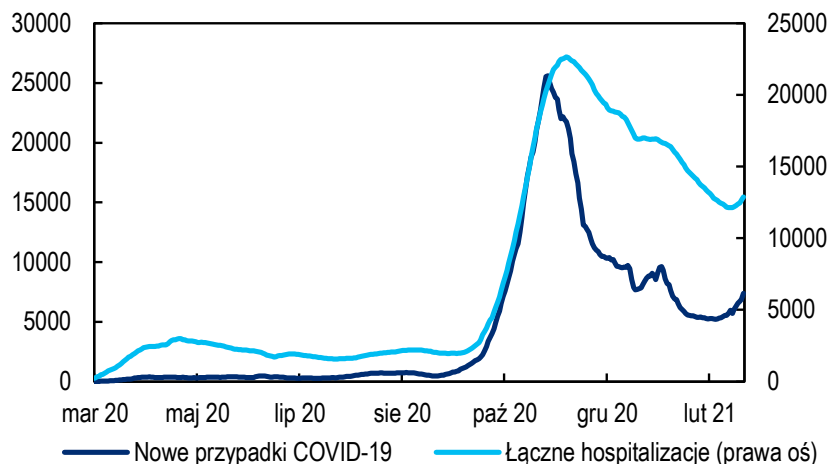
The logo for Citi Handlowy, featuring the word "citi" in white lowercase letters with a red arc above the "i", followed by "handlowy" in white lowercase letters, and a registered trademark symbol (®) to the right.

# Podsumowanie

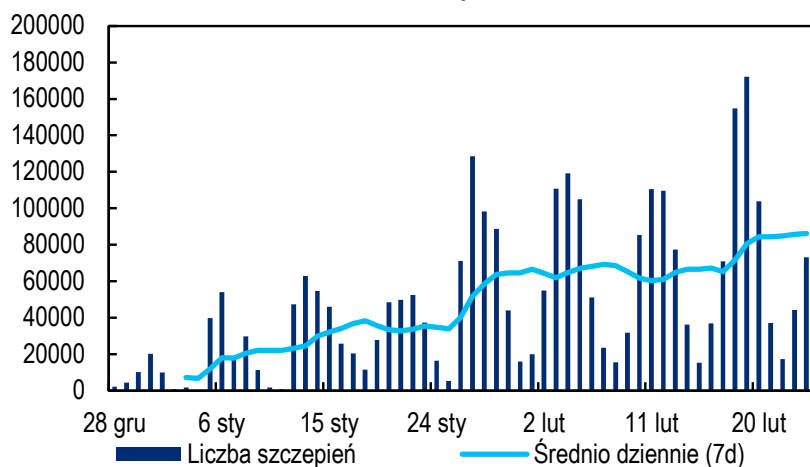
- Ostatnie trendy pandemiczne potwierdzają przypuszczenia, że I kw. pozostanie słaby pod względem aktywności. Nowa fala przypadków COVID doprowadziła już do zaostrzenia restrykcji w jednym z województw, a można liczyć się z tym, że te zmiany obejmą również inne regiony.
- Scenariusz dynamicznego ożywienia począwszy od drugiego/trzeciego kwartału wydaje się aktualny. Spodziewamy się znacznego przyspieszenia PKB, głównie za sprawą wzrostu konsumpcji. W całym roku wzrost gospodarczy może sięgnąć prawie 4%, a w 2022 roku prawdopodobnie przekroczy 5%.
- Statystyczny efekt bazy odejmie z tegorocznej inflacji nieco ponad 2 pkt. proc., ale wskaźnik CPI spadnie w znacznie mniejszej skali. Podbijać go będą podwyżki cen administracyjnie kontrolowanych oraz nasilenie się presji cenowej po zniesieniu restrykcji w dalszej części roku. Naszym zdaniem średnioroczna inflacja w tym roku zbliży się do 3%, a w trakcie 2022 roku wyniesie 3,5-4,0%.
- Rada Polityki Pieniężnej nie spieszy się z podwyżkami stóp procentowych i spodziewamy się, że do pierwszej podwyżki dojdzie dopiero w drugiej połowie 2022 r. Rynek FRA wskazuje jednak na nieco szybsze zacieśnienie, z pierwszą podwyżką stóp (do 0,25%) praktycznie wycenianą już w pierwszej połowie przyszłego roku.
- Plan przewalutowania kredytów hipotecznych stanowi jeden z najpoważniejszych czynników ryzyka dla rynku walutowego. Gdyby konwersja miała nastąpić bez udziału NBP, doprowadziłoby to do znacznej presji na osłabienie złotego.

# COVID-19

Zachorowania i hospitalizacje (7DMA)



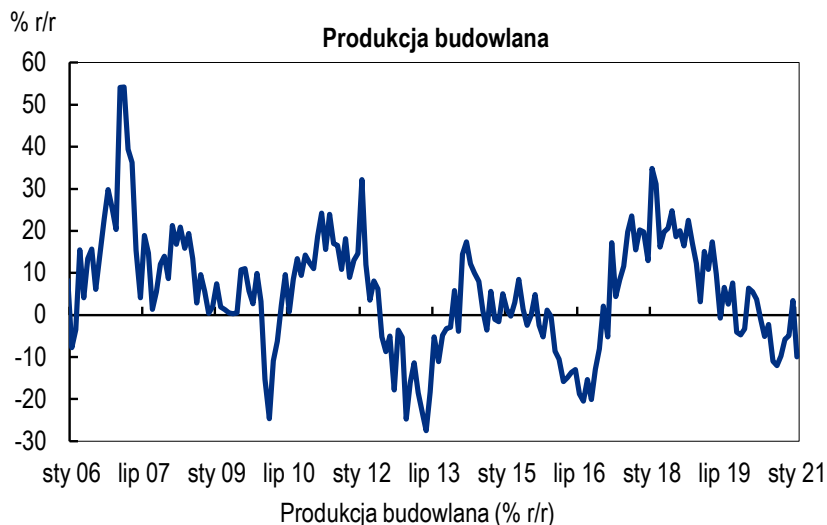
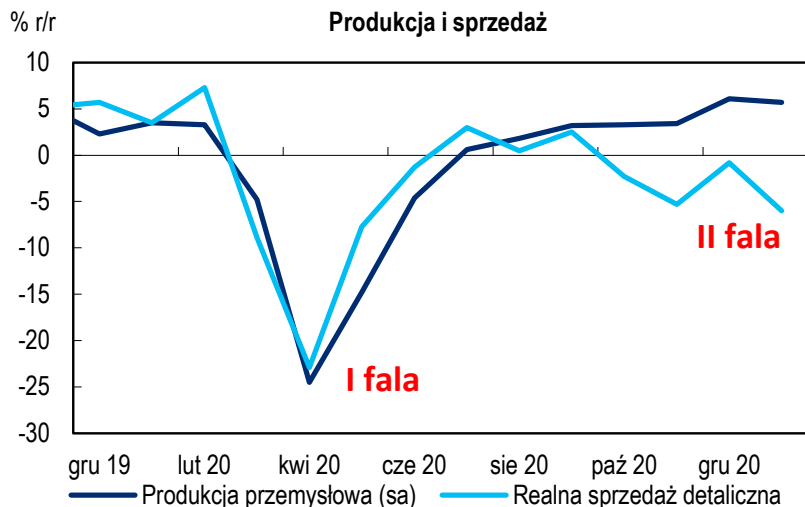
Liczba szczepień



## Początek trzeciej fali?

- Ponad dwumiesięczny trend spadkowy w liczbie potwierdzonych przypadków COVID został odwrócony. Po wcześniejszej stabilizacji, w drugiej połowie lutego liczba zakażeń wyraźnie wzrosła, co może się wiązać ze wzrostem częstotliwości występowania nowych, bardziej zaraźliwych, odmian wirusa. Tym samym Polska podąża ścieżką innych krajów regionu. Wcześniej znaczne wzrosty zakażeń notowano w Czechach, na Słowacji oraz Węgrzech.
- W odpowiedzi na trzecią falę rząd ogłosił regionalne zaostrzenie antyepidemicznych restrykcji. Utwierdza to nas w przekonaniu, że pomimo częściowego złagodzenia niektórych ograniczeń w styczniu i lutym (m.in. otwarcie szkół dla klas 1-3, otwarcie hoteli, stoków narciarskich), trudno liczyć na dalsze otwieranie gospodarki w I kwartale. Wiele europejskich krajów planuje utrzymać daleko posunięte restrykcje przynajmniej do końca marca i spodziewamy się, że Polska nie będzie tu wyjątkiem.
- Podtrzymujemy nasz pogląd, że z czasem program szczepień będzie nabierał tempa. Postępy obserwowane w lutym wydają się potwierdzać tę tezę, choć wciąż istotnym ograniczeniem jest podaż szczepionek. Program szczepień mógłby istotnie przyspieszyć, gdyby wyniki badań naukowych pozwoliły na zmianę protokołu szczepień (np. wydłużenie okresu pomiędzy aplikacją pierwszej i drugiej dawki).

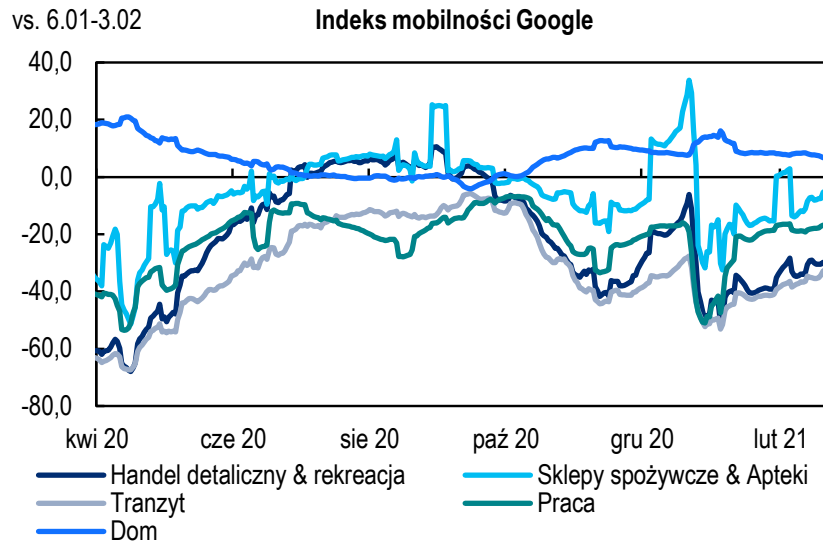
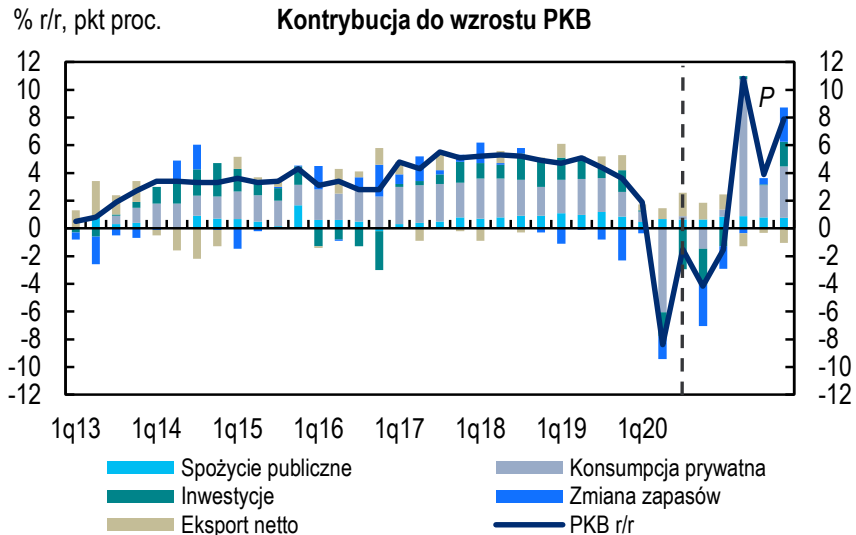
# Produkcja i sprzedaż na początku roku



## Słabsza aktywność w styczniu

- Styczniowe dane z polskiej gospodarki pokazują jak odmiennie pandemia wpływa na różne „sektory” gospodarki. Przemysł wydaje się nie zauważać poważniejszych perturbacji, a produkcja w styczniu wzrosła o 1,7% w porównaniu z grudniem (dane po wyeliminowaniu sezonowości i różnic w liczbie dni roboczych). W porównaniu z analogicznym okresem 2020 roku wzrost był wysoki i wyniósł 5,7%, a najbardziej dynamiczne wzrosty zostały odnotowane w produkcji urządzeń elektrycznych, komputerów, wyrobów elektronicznych, wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych.
- W kolejnych miesiącach (przejęciowym) zagrożeniem dla wysokiej dynamiki przemysłu mogą być zaburzenia w dostawach komponentów, szczególnie w sektorze motoryzacyjnym.
- W przeciwieństwie do wzrostów w przemyśle, sprzedaż detaliczna w styczniu obniżyła się o 1,4% w porównaniu z grudniem (dane odsezonowane) oraz o 6% w ujęciu rok-do-roku. Handel detaliczny ucierpiał na skutek zamknięcia galerii handlowych w styczniu, co znalazło odzwierciedlenie w ponad 40% spadku sprzedaży odzieży i obuwia. Spadki te zapewne zostały częściowo odrobione w lutym, gdy otwarto duże obiekty handlowe, co umożliwiło znaczny wzrost liczby transakcji.

# PKB w 2021 r.

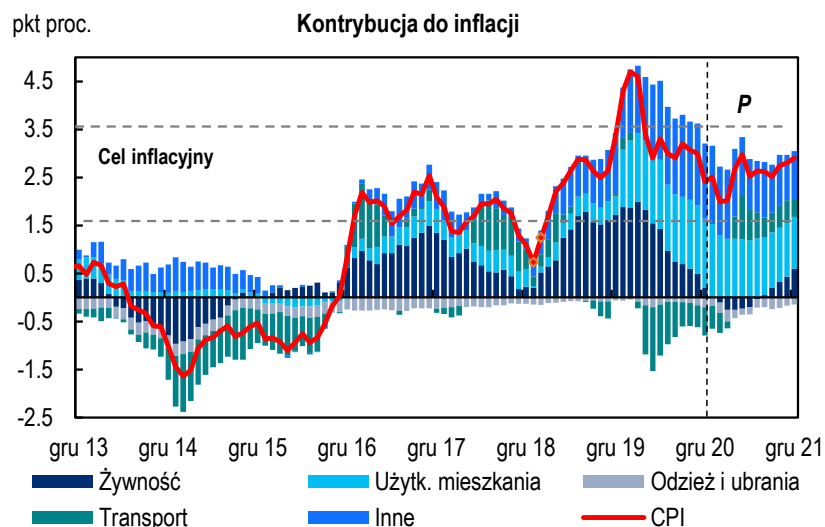


## Oczekiwane silne odbicie po II kw.

- Ponowny wzrost zakażeń może przyczyniać się do zmniejszenia mobilności społecznej w marcu zarówno na skutek administracyjnych ograniczeń, jak i „oddolnych” decyzji konsumentów. Z tego powodu można przypuszczać, że dynamika PKB w I kwartale pozostanie na niskim poziomie. Podtrzymujemy jednak naszą opinię, że począwszy od II kwartału aktywność zacznie się wyraźnie poprawiać.
- Postęp programu szczepień sugeruje, że w trakcie II kwartału szczepienia uzyskają osoby z grupy największego ryzyka, co powinno zmniejszyć zagrożenie nadmiernym obciążeniem służby zdrowia. Dodatkowo, poprawa warunków pogodowych skróci czas spędzany w zamkniętych pomieszczeniach, co powinno ograniczyć ryzyko zakażenia. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że począwszy od II kwartału istotna część restrykcji zostanie złagodzona, a mobilność społeczna ponownie istotnie wzrośnie.
- Biorąc to wszystko pod uwagę naszym zdaniem PKB może wzrosnąć w II kwartale w tempie ~10% r/r, a w kolejnych kwartałach będzie oscylować na niższym, ale wciąż relatywnie wysokim poziomie.
- W całym 2021 roku spodziewamy się wzrostu gospodarczego o niemal 4% r/r, a w 2022 roku PKB może wzrosnąć nawet o ponad 5% r/r.

# Inflacja

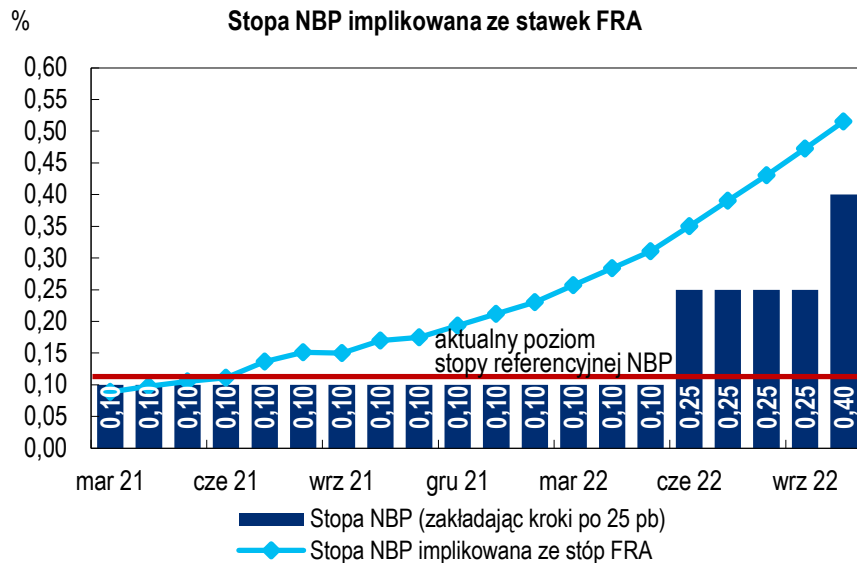
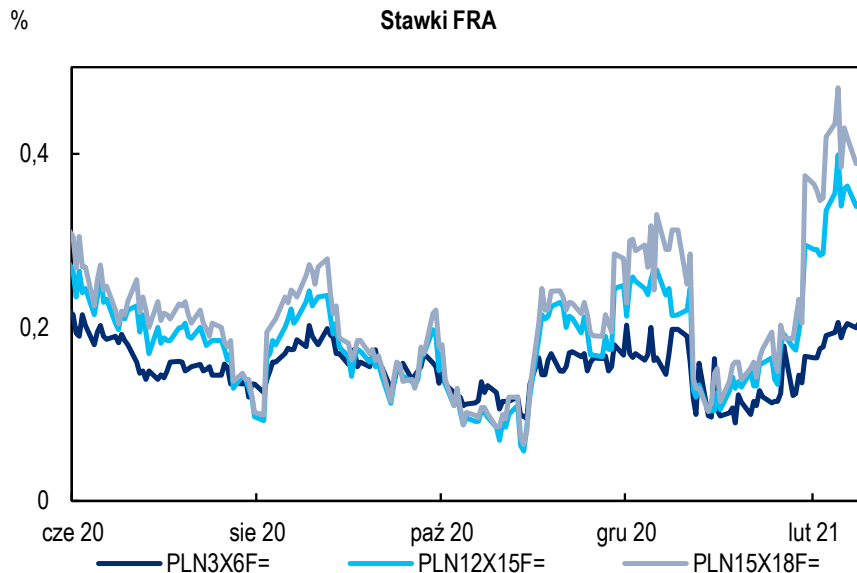
Podwyżki cen administrowanych	Wpływ na CPI (P)
Energia elektryczna	0,4
Gaz	0,03
Oplata cukrowa	0,3
Oplata od alkoholi	0,05
Oplata za wywóz śmieci	0,12
Radio, TV	0,01
Sprzedaz detaliczna	0,3
<b>Suma</b>	<b>1,21</b>



## CPI wkrótce znowu na ścieżce wzrostowej

- W styczniu inflacja wzrosła do 2,7% r/r i był to wynik zgodny z naszymi prognozami, ale wyższy niż zakładał konsensus. Dane te mogą zostać jeszcze zrewidowane po zmianie koszyka CPI w marcu, choć nie spodziewamy się diametralnych zmian. Na początku roku ceny były podbijane przez liczne podwyżki cen kontrolowanych oraz wprowadzenie nowych administracyjnych opłat/podatków.
- Bardzo istotny wpływ na inflację w bieżącym roku będą miały efekty bazy związane z dynamicznymi wzrostami cen w ub.r. Według naszych szacunków efekt bazy będzie odejmował w 2021 roku ok. 2,2 pkt. proc. ze średniorocznego wskaźnika CPI. Mimo to spadek inflacji w porównaniu z minionym rokiem będzie znacznie mniejszy (między 0,5 a 1,0 pp), co będzie odzwierciedlało narastanie presji cenowej w gospodarce.
- Brak inwestycji w ostatnich kwartałach zapewne miał negatywny wpływ na potencjalne tempo w jakim firmy będą mogły zwiększać produkcję w 2021 roku. Ograniczenia te w połączeniu z kumulacją odłożonego popytu w II i III kwartale mogą doprowadzić do silnego impulsu wzrostowego dla cen konsumpcyjnych. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że po przejściowym spadku w lutym-marcu inflacja do końca roku wzrośnie do około 3%, a w 2022 roku osiągnie 3,5-4,0%.

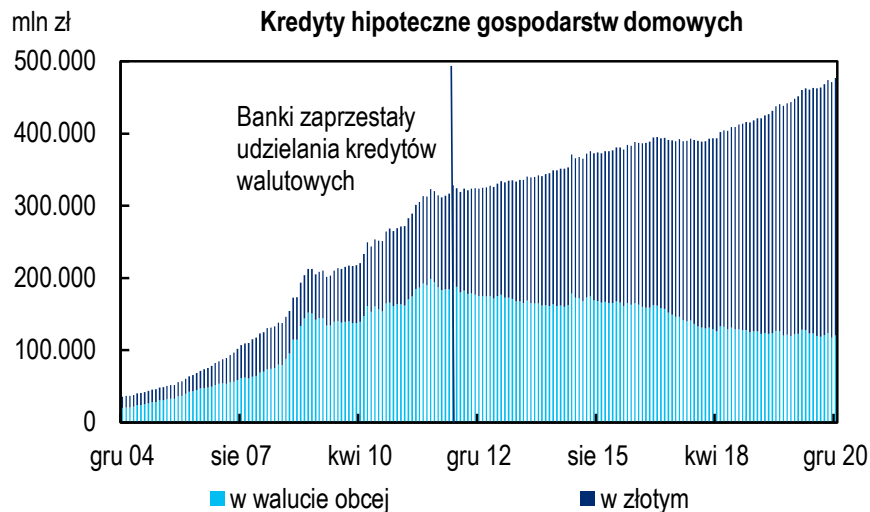
# Polityka pieniężna



## Stabilne stopy na długo

- Pod względem polityki pieniężnej luty nie przyniósł niespodzianek. Rada Polityki Pieniężnej (RPP) pozostawiła stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, a komunikat nie zawierał istotnych zmian.
- Podczas konferencji prasowej prezes Głapiński w sposób bardziej wyważony niż dotychczas wypowiadał się na temat możliwości podwyżek stóp procentowych. W przeciwieństwie do stycznia tym razem szef banku centralnego nie stwierdził już, że pytania o ewentualny wzrost stóp procentowych są „abstrakcyjne”. Część inwestorów potraktowała to jako sygnał świadczący o zmieniającym się nastawieniu RPP, co doprowadziło do wzmocnienia presji na wzrost stóp swap.
- Podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą stabilizację stóp banku centralnego przynajmniej do połowy przyszłego roku. Spodziewamy się, że do pierwszej podwyżki dojdzie najwcześniej około września 2022 r. W tym kontekście wyceniany przez rynek FRA scenariusz pierwszej podwyżki już w II kwartale 2022 wydaje się optymistyczny.
- W lutym RPP nie powiedziała nic nowego na temat interwencji walutowych. Prezes NBP powtórzył, że są one możliwe, ale jednocześnie podkreślił, że bank centralny nie zamierza bronić żadnego konkretnego poziomu kursu. Naszym zdaniem w najbliższym czasie NBP nie będzie musiał dokonywać skupu walut na rynku.

# Przewalutowanie kredytów

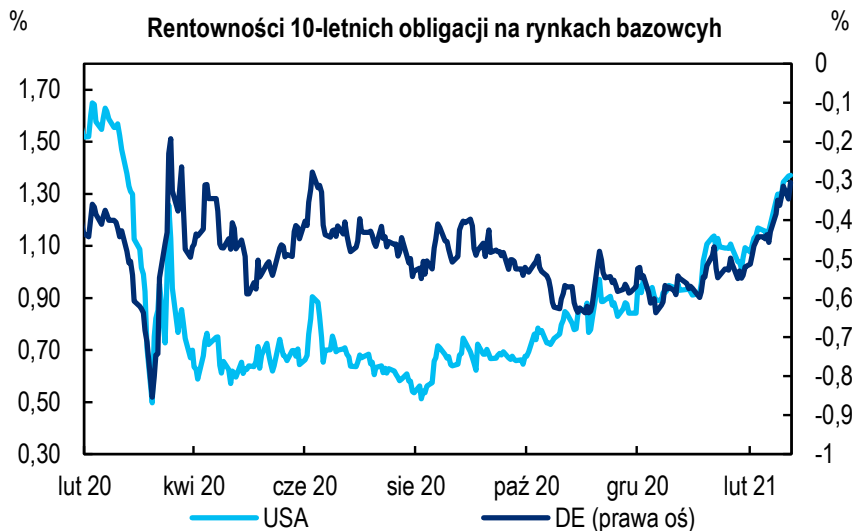
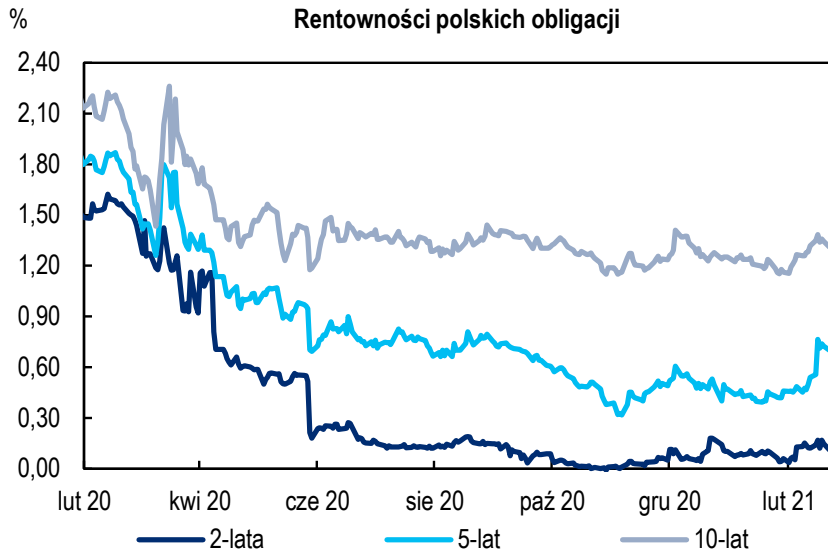


## Uczestnictwo NBP kluczowe dla rynku FX?

- Jednym z kluczowych wydarzeń najbliższych tygodni/miesięcy może być rozważane obecnie przewalutowanie kredytów frankowych na złote. Po konwersji, jeżeli kredyty walutowe w bilansach banków zostaną zastąpione kredytami w PLN, banki będą musiały zamknąć swoje otwarte pozycje walutowe. Oznacza to konieczność zakupu obcych walut na rynku spot i „oddania ich” na rynku swapowym.
- Szacunkowa wielkość programu (16 mld CHF) jest znacznie większa niż średnie dzienne obroty na krajowym spotowym rynku walutowym. Dlatego jeśli banki będą musiały dokonywać transakcji spot bezpośrednio na rynku, może to generować silną presję na osłabienie złotego.
- Wpływ na rynek walutowy będzie uzależniony od tego, czy w operacji będzie uczestniczył bank centralny. Gdyby NBP zgodził się użyć swoich rezerw do wymiany złotych na euro poza rynkiem, pozwoliłoby to uniknąć destabilizującej presji na osłabienie PLN. Bez udziału NBP istotna deprecjacja złotego byłaby trudna do uniknięcia.
- Skala reakcji złotego w takim scenariuszu nie jest możliwa do oszacowania, ale pewnym punktem odniesienia może być fakt, że w analogicznej sytuacji w 2014 roku węgierski bank centralny liczył się z osłabieniem forinta o około 30%.



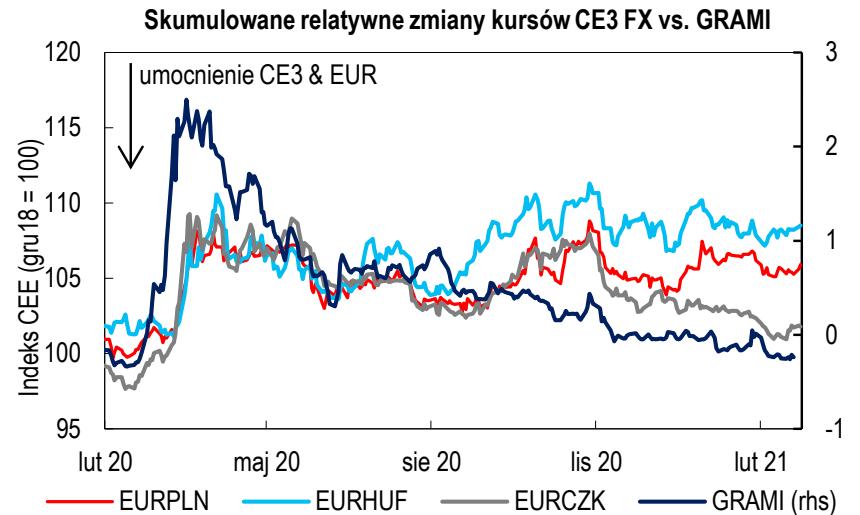
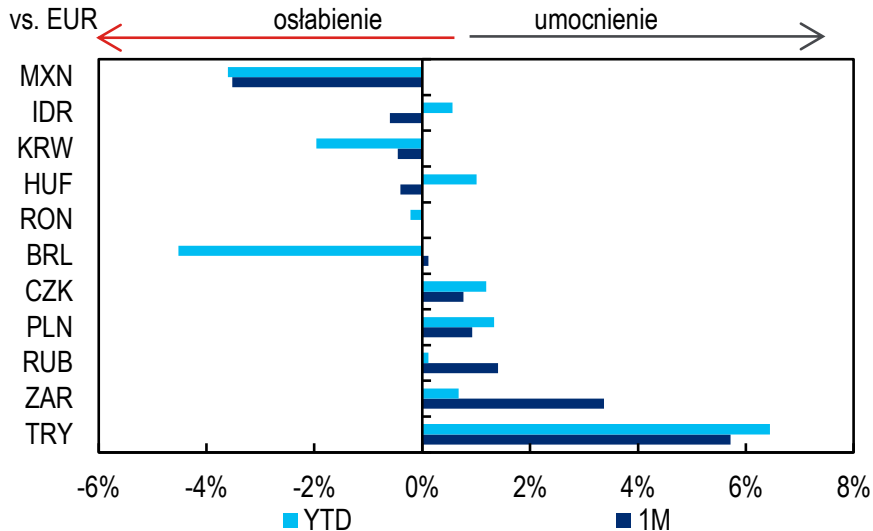
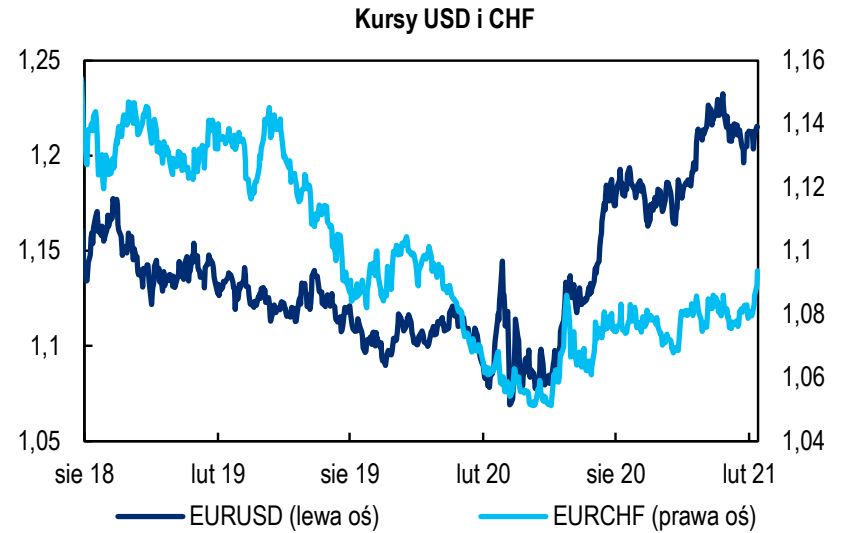
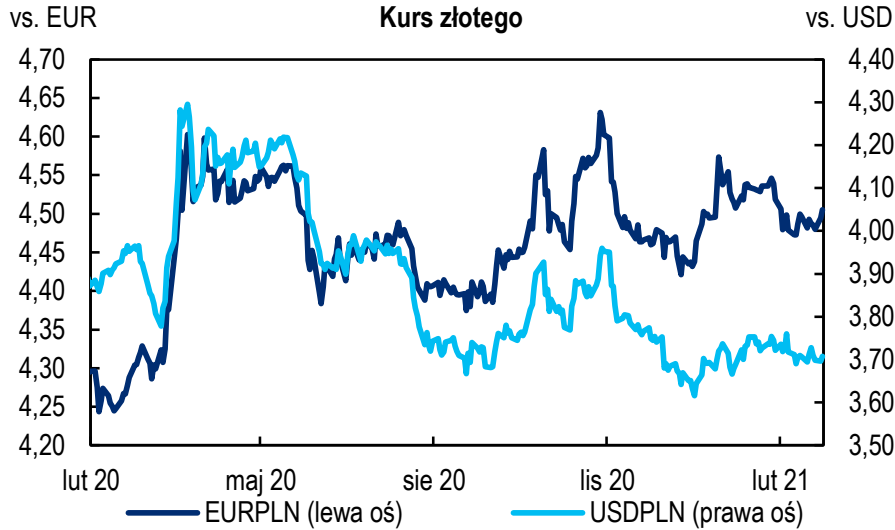
# Obligacje



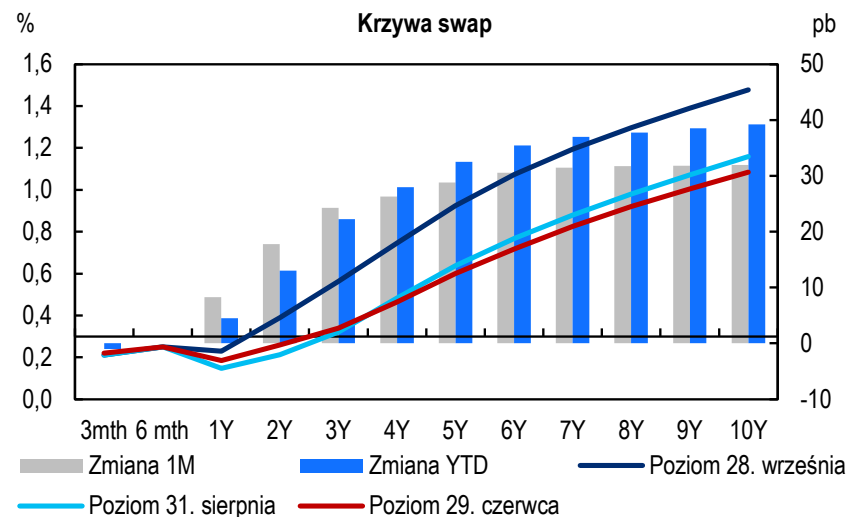
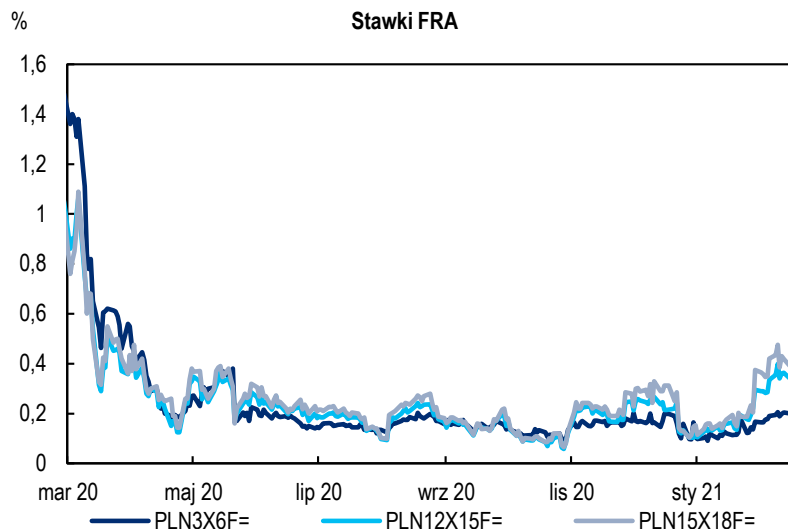
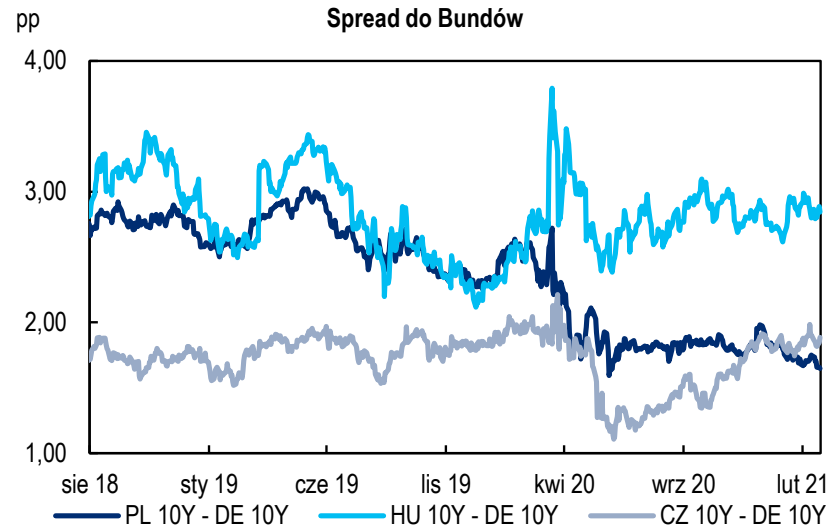
## Wzrost stóp rynkowych

- Ostatni miesiąc upłynął pod znakiem wzrostu rentowności oraz wystromienia krzywej swapowej i obligacyjnej szczególnie na odcinku 2-5 lat. Przyczynił się do tego wzrost rentowności na bazowych rynkach długu w reakcji na lepsze dane makroekonomiczne, oczekiwania na duży pakiet fiskalny w USA (wg oczekiwań Citi ok. 1,5 mld \$) oraz perspektywy wyższego wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie. Do wyższych stóp przyczynił się także wyższy od oczekiwań rynkowych, a zgodny z naszymi szacunkami, odczyt krajowych danych o inflacji za styczeń.
- W lutym i marcu presja w kierunku wyższych rentowności może się utrzymywać. Do ich wzrostu może przyczyniać się większa podaż netto obligacji niż w styczniu w związku z mniejszymi zapadalnościami. Choć inflacja spadnie w lutym i marcu, to rynki mogą większą uwagę przywiązywać do perspektyw wyższej inflacji w kolejnych miesiącach. Oczekujemy też stopniowego wzrostu rentowności na bazowych rynkach długu w kolejnych miesiącach.
- Ministerstwo Finansów sfinansowało już według naszych szacunków 58% potrzeb pożyczkowych.

# Przegląd rynkowy



# Przegląd rynkowy



# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2020												2021
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
<b>Strefa Realna</b>													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1,1	4,8	-2,5	-24,6	-16,9	0,5	1,1	1,5	5,7	1,0	5,4	11,2	0,9
Produkcja przemysłowa (% m/m)	4,5	2,2	2,2	-25,5	10,3	13,9	3,4	-5,7	15,3	3,1	-1,6	-4,4	-5,1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	2,0	5,7	-3,2	-27,5	-18,4	0,9	1,1	2,1	7,1	1,6	7,2	12,8	0,8
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	6,4	5,5	3,7	-0,9	-5,1	-2,3	-11,0	-12,0	-9,8	-5,8	-4,9	3,4	-10,0
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	3,5	7,3	-9,0	-22,9	-7,7	-1,3	3,0	0,5	2,5	-2,3	-5,3	-0,8	-6,0
Stopa bezrobocia (%)	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0
<b>Ceny</b>													
Inflacja (% r/r)	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	0,0
Inflacja (% m/m)	0,9	0,7	0,2	-0,1	-0,2	0,6	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	0,9	0,2	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	0,1	0,7
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,2	0,4	0,3	-0,4	0,3	0,5	0,0	0,3	0,7
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	6,6	4,8
<b>Przebiegi zagraniczne</b>													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	2.756	1.100	805	823	1.560	3.175	625	1.093	1.517	2.356	2.116	430	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	0,6	0,9	1,1	1,2	1,5	2,1	2,4	2,7	2,9	3,3	3,5	3,6	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	378	797	-77	-12	1337	2219	786	863	1486	1755	1872	333	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	19704	20043	19113	13816	15941	19039	19550	17928	21416	22988	23091	19814	-
Eksport (% r/r)	4,9	8,0	-6,6	-29,6	-19,3	3,9	1,7	1,9	6,1	3,8	10,1	14,8	-
Import f.o.b. (mln EUR)	19326	19246	19190	13828	14604	16820	18764	17065	19930	21233	21219	19481	-
Import (% r/r)	3,9	0,9	-3,9	-28,9	-27,3	-7,4	-4,3	-4,7	1,8	-3,5	5,3	13,6	-

# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2020												2021
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
<b>Strefa monetarna</b>													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,3	9,4	11,8	14,0	16,0	18,1	16,8	16,2	17,0	17,0	16,1	16,4	16,8
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9,1	8,6	9,2	10,0	11,2	12,1	11,6	10,4	10,4	10,5	9,5	10,9	10,8
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	13,0	13,2	18,1	18,0	24,6	30,1	27,5	28,0	29,6	26,5	25,0	19,0	20,1
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	6,6	6,5	6,9	6,4	4,8	4,4	3,4	2,6	2,7	3,6	2,6	2,9	2,1
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	2,8	2,2	4,1	3,9	1,9	0,0	-2,4	-3,7	-3,9	-3,2	-4,5	-4,9	-5,0
<b>Rynki finansowe</b>													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1,50	1,50	1,50	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 3M (średnio)	1,71	1,71	1,44	0,93	0,48	0,27	0,25	0,23	0,23	0,22	0,22	0,22	0,22
WIBOR 3M (koniec okresu)	1,71	1,71	1,17	0,68	0,28	0,26	0,23	0,23	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1,16	1,36	0,87	0,52	0,14	0,03	0,11	0,15	0,09	0,10	0,04	0,05	0,10
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1,49	1,44	0,92	0,59	0,18	0,17	0,12	0,15	0,09	0,01	0,05	0,10	0,29
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	1,80	1,56	1,30	0,98	0,70	0,73	0,67	0,76	0,61	0,38	0,49	0,47	1,05
EUR/PLN (koniec okresu)	4,30	4,34	4,55	4,54	4,45	4,47	4,41	4,40	4,53	4,62	4,48	4,61	4,54
USD/PLN (koniec okresu)	3,90	3,93	4,15	4,17	4,00	3,98	3,72	3,69	3,87	3,96	3,74	3,76	3,75
EUR/USD (koniec okresu)	1,10	1,10	1,10	1,09	1,11	1,12	1,19	1,19	1,17	1,17	1,20	1,23	1,21
<b>Wskaźniki fiskalne</b>													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-3,4	3,3	9,4	18,9	25,9	17,1	16,3	13,3	13,8	12,1	13,2	85,0	-
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-3,1%	3,0%	8,6%	17,3%	23,7%	15,7%	14,9%	12,2%	12,6%	11,0%	12,1%	77,8%	-

# Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	596	592	690	773
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,800	1,863	1,990	2,122	2,288	2,306	2,441	2,653
PKB per capita (USD)	12,421	12,304	13,737	15,313	15,503	15,462	18,042	20,230
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	6,3	5,8
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,8	5,4	4,5	-2,8	3,7	5,3
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	-3,7	12,9
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,2	4,3	4,4	-1,5	5,4	4,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,8	4,3	4,0	-3,0	5,2	5,6
Eksport (% r/r)	7,7	9,3	9,6	6,9	5,1	-3,5	7,7	6,6
Import (% r/r)	6,6	7,9	10,2	7,4	3,3	-5,5	11,0	7,5
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	3,1	3,6
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	2,7	3,2
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,7	4,9	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	5,3	5,0	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	0,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,22	1,05
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	1,55	1,85
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,77	3,45	3,42
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,54	3,43
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,39	4,35
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,46	4,37

# Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-4,4	-3,7	0,8	-7,7	2,9	20,9	16,2	6,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,9	-0,8	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,4	0,8
Saldo handlu zagranicznego	0,9	2,2	1,5	-6,1	1,3	12,7	9,5	6,4
Eksport	190,2	196,5	228,2	254,0	260,7	254,9	281,5	317,5
Import	189,3	194,2	226,6	260,1	259,4	242,2	272,1	311,1
Saldo usług	12,1	15,2	20,2	25,9	26,5	25,2	28,2	31,1
Saldo dochodów	-16,4	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-15,7	-20,4	-28,4
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-9,8	-6,0	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-0,8	-0,7	0,1	1,2	0,7	-8,4	-4,6	-1,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,8	48,3	46,4	43,3	48,8	49,3	47,9

## Prognozy długoterminowe

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2,8	3,7	5,3	4,1	3,6	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	3,4	2,7	3,2	3,2	2,6	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	3,5	2,4	0,8	0,8	0,6	0,7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0,10	0,10	0,50	1,50	1,50	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,77	3,45	3,42	3,33	3,24	3,16
USD/PLN (Średnia)	3,89	3,54	3,43	3,38	3,29	3,20
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,61	4,39	4,35	4,32	4,29	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,44	4,46	4,37	4,34	4,30	4,27



## Biuro Głównego Ekonomisty

**Piotr Kalisz, CFA**

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr,kalisz@citi.com](mailto:piotr,kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek, CFA**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary,chrapek@citi.com](mailto:cezary,chrapek@citi.com)

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[cezary,chrapek@citi.com](mailto:cezary,chrapek@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

The logo for Citi Handlowy features the word "citi" in a blue, lowercase, sans-serif font, with a red arc above the letter 'i'. To the right of "citi" is the word "handlowy" in a larger, blue, lowercase, sans-serif font. A registered trademark symbol (®) is located at the top right of the word "handlowy".

citi handlowy®

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,