



Wrzesień 2024

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciółek, CFA
Aleksandra Siuzdak

Citi Monthly

Byle do wiosny

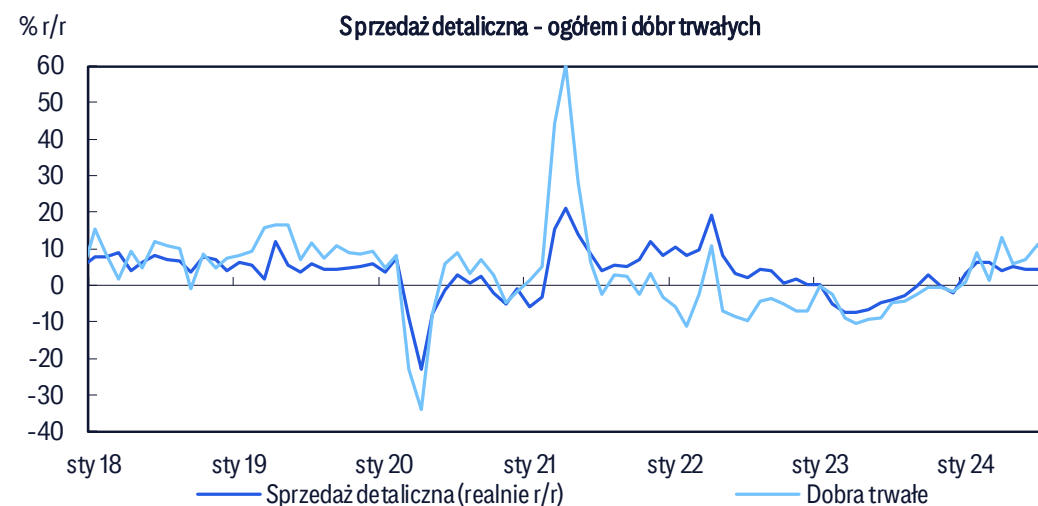
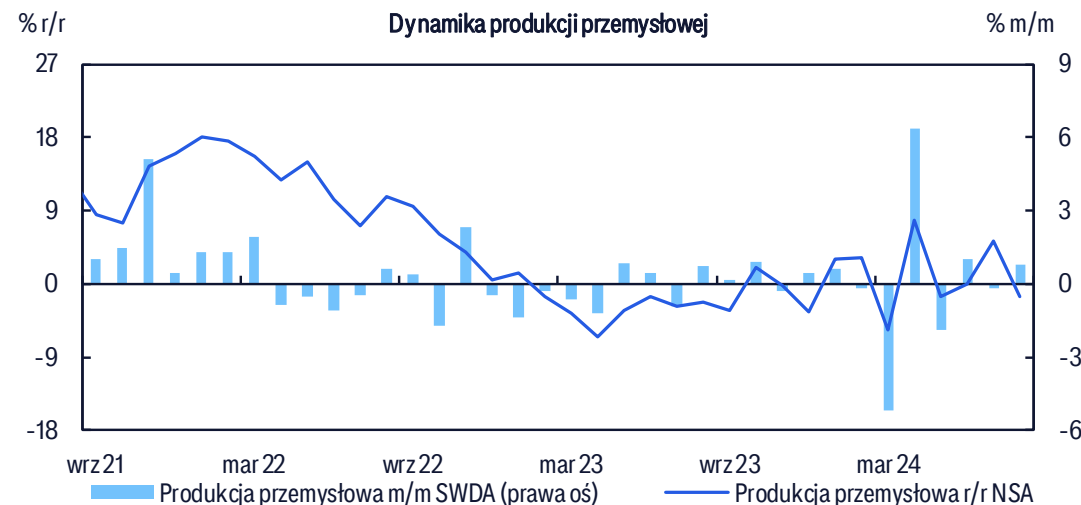
Podsumowanie

- W II kwartale gospodarka rosła w tempie lekko przekraczającym 3%, głównie dzięki konsumpcji, ale również silniejszym od oczekiwań inwestycjom. Za tę ostatnią niespodziankę prawdopodobnie odpowiadają inwestycje publiczne w postaci zakupów zbrojeniowych.
- Miesięczne dane za lipiec i sierpień wskazują, że odbicie w przemyśle opóźnia się, do czego przyczynia się słabość popytu w Niemczech. Z drugiej strony sprzedaż detaliczna wydaje się zdecydowanie bardziej odporna, co zapowiada utrzymanie dynamiki konsumpcji na wysokim poziomie również w III kw. W całym 2024 r. spodziewamy się wzrostu PKB powyżej 3%, a w przyszłym roku wzrost może wynieść około 4%.
- Rewizja budżetu w 2024 wydaje się bardzo prawdopodobna. W przyszłym roku deficyt sektora rządowego i samorządowego jest planowany na poziomie około 5,5% PKB, co w praktyce oznacza, że zacieśnienie fiskalne zostanie odłożone na rok 2026.
- Inflacja najprawdopodobniej ponownie wzrośnie, zbliżając się we wrześniu do około 5%. Nasze szacunki wskazują, że CPI pozostanie na podwyższonym poziomie do marca przyszłego roku, a następnie zacznie stopniowo opadać.
- Fed rozpoczął cykl łagodzenia polityki pieniężnej od obniżki stóp o 50pb. W tej sytuacji Radzie Polityki Pieniężnej może być coraz trudniej wstrzymać się z obniżkami. Spodziewamy się, że do pierwszej obniżki w Polsce dojdzie na wiosnę (marzec -25 pb), a w całym 2025 roku stopy spadną o przynajmniej 100 pb.

Aktywność ekonomiczna

Optymizm w sprzedaży, pesymizm w przemyśle

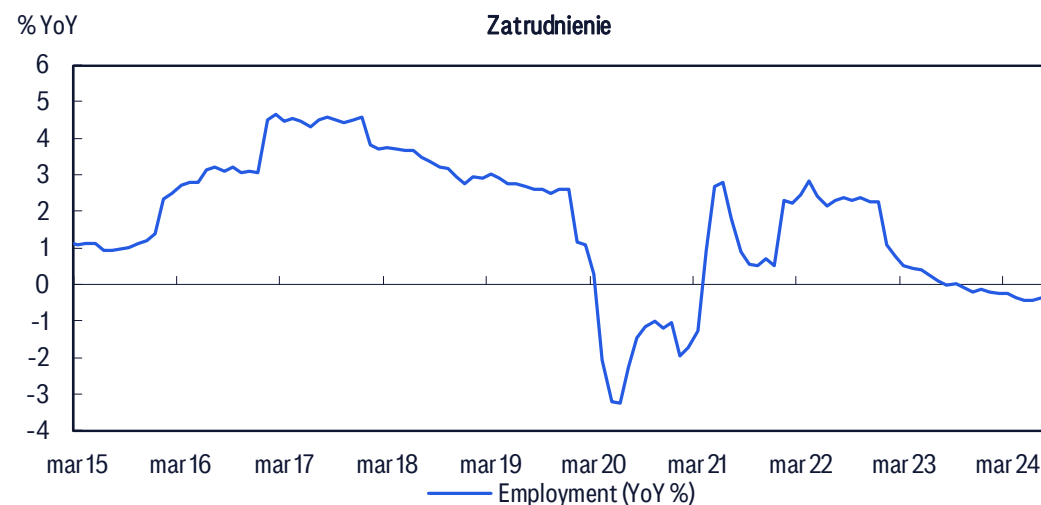
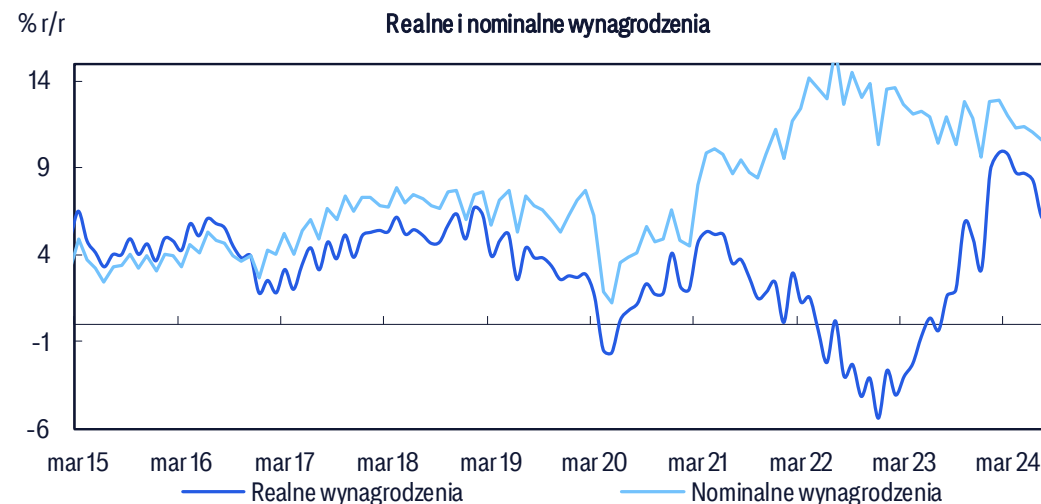
- Dane za dwa pierwsze miesiące III kwartału wskazują na kontynuację ożywienia w polskiej gospodarce, ale jest ono wolniejsze niż początkowo oczekiwaliśmy. Motorem napędowym wzrostu pozostaje konsumpcja prywatna wspierana przez silną dynamikę płac.
- Sprzedaż detaliczna w sierpniu wzrosła o 2,6% r/r i była tylko nieco niższa od naszych prognoz (3,0%), do czego przyczyniła się zauważalnie słabsza sprzedaż dóbr trwałego użytku. Niemniej po skorygowaniu o efekty sezonowe sprzedaż wypadła nieźle, rosnąc w porównaniu do lipca o 1,9%.
- Ostatnie miesiące wskazywały na stagnację w sektorze przemysłowym i sierpniowy odczyt nie wyłamał się z tej passy. Produkcja przemysłowa zanotowała spadek o 1,5% r/r, a po wyrównaniu sezonowym wzrosła o 0,6% r/r. Do tych mało optymistycznych rezultatów przyczynia się niski popyt zagraniczny wynikający ze spowolnienia w strefie euro, jak również konkurencja ze strony chińskiego eksportu. Słabe odczyty niemieckich indeksów koniunktury sugerują, że poprawa w kolejnych miesiącach będzie postępować raczej powoli.
- Nasza prognoza zakłada wzrost PKB w III kwartale na poziomie około 3,7% r/r, jednak widzimy ryzyko po stronie słabszego odczytu. W szczególności dane za pierwsze dwa miesiące sugerują na razie wzrost gospodarczy bliższy 3%, choć dane te zapewne nie uwzględniają wpływu wyższych wydatków zbrojeniowych i tego, jaki one mają wpływ na nakłady inwestycyjne w gospodarce. W całym bieżącym roku spodziewamy się wzrostu na poziomie 3,4%.



Rynek pracy

Dynamika wynagrodzeń znów nabiera tempa

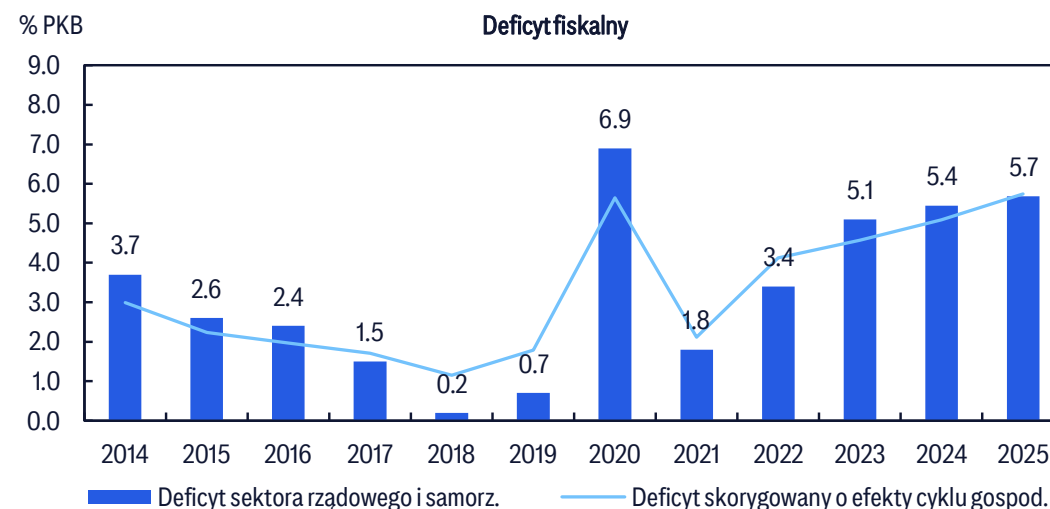
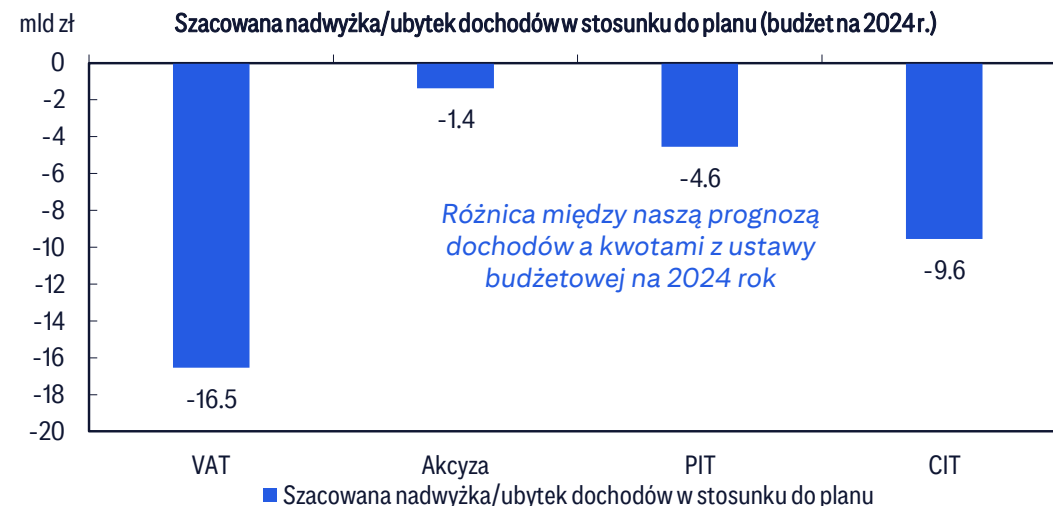
- W sierpniu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 11,1% r/r wobec 10,6% r/r w lipcu. Oczekiwania rynkowe skłaniały się ku niższej dynamice płac (konsensus wyniósł 10,7% r/r), zważywszy na fakt spowolnienia w przemyśle oraz wyraźne spadki inflacji w ostatnich miesiącach.
- Największe wzrosty przeciętnych wynagrodzeń odnotowano głównie w usługach, w tym w administrowaniu i działalności wspierającej (14,8%), zakwaterowaniu i gastronomii (13,3% r/r) a także w budownictwie (12,8%).
- Jeżeli chodzi o zatrudnienie, w sierpniu zmniejszyło się o 0,5% w ujęciu rocznym. Tym razem największych spadków zatrudnienia doświadczyły administrowanie i działalność wspierająca, przetwórstwo przemysłowe oraz budownictwo.
- Naszym zdaniem spadek zatrudnienia prawdopodobnie odzwierciedla problemy podażowe na rynku pracy (brak wykwalifikowanych pracowników), co może wymuszać podwyżki wynagrodzeń. Mimo to, stopa bezrobocia rejestrowanego pozostaje na stosunkowo niskim poziomie – tak jak miesiąc wcześniej według GUS wyniosła 5% r/r.
- Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach dynamika wzrostu płac będzie się stopniowo obniżać, ale pozostanie na relatywnie wysokim poziomie w stosunku do inflacji.



Polityka fiskalna

Czekając na rewizję budżetu

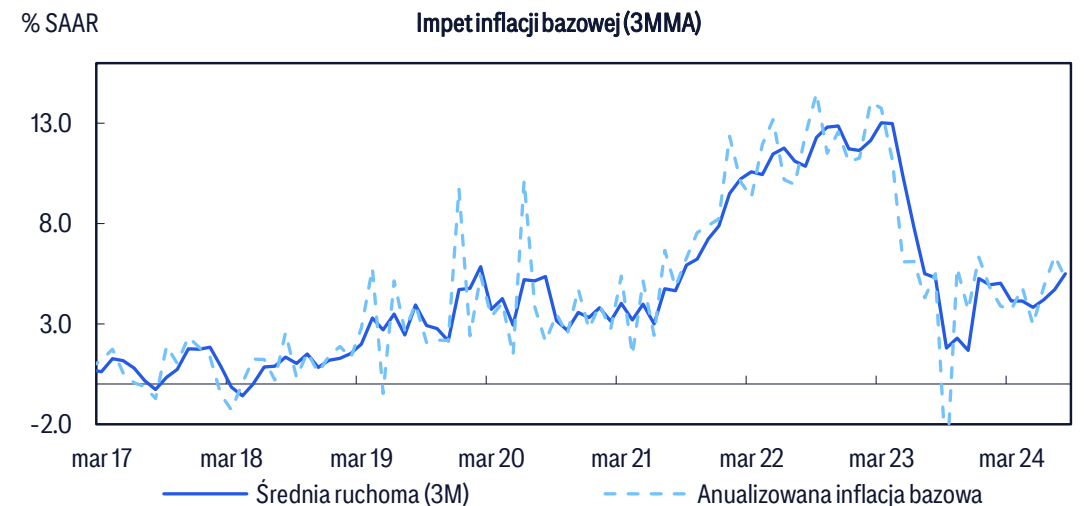
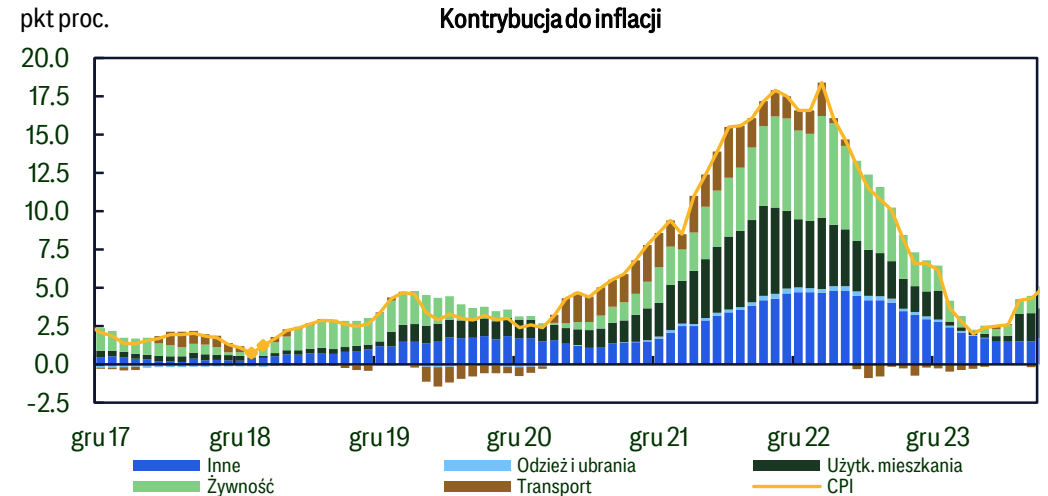
- Realizacja tegorocznych dochodów podatkowych postępuje wolniej niż zakładała ustawa budżetowa. Po ośmiu miesiącach można szacować, że ubytek dochodów w skali całego roku sięgnie około 30 mld zł, co z kolei oznacza, że utrzymanie deficytu w ryzach wymagałoby wyraźnego cięcia wydatków.
- Biorąc pod uwagę dodatkowe wydatki na wsparcie osób i firm dotkniętych przez powódź, scenariusz obniżania wydatków wydaje się bardzo mało prawdopodobny. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że tegoroczny budżet zostanie zrewidowany, a limit deficytu zostanie podniesiony o przynajmniej 30 mld zł.
- Jednocześnie projekt ustawy budżetowej na przyszły rok pokazał, że na zacieśnienie fiskalne trzeba będzie poczekać dłużej, prawdopodobnie do 2026 roku. Deficyt sektora rządowego i samorządowego w przyszłym roku ma – zgodnie z planami Ministerstwa Finansów – wynieść około 5,5% PKB, a więc praktycznie nie zmieni się w stosunku do bieżącego roku. Naszym zdaniem istnieje ryzyko, że może on ostatecznie być wyższy od planów.
- Wysoki deficyt w ujęciu kasowym oznacza również rekordowe potrzeby pożyczkowe. Spodziewamy się jednak, że MF nie będzie miało poważnych problemów z ich realizacją, szczególnie biorąc pod uwagę spodziewane obniżki stóp przez Fed oraz NBP, a także możliwość emisji większych kwot na rynkach zagranicznych.



Inflacja

Powrót inflacji (na chwilę)

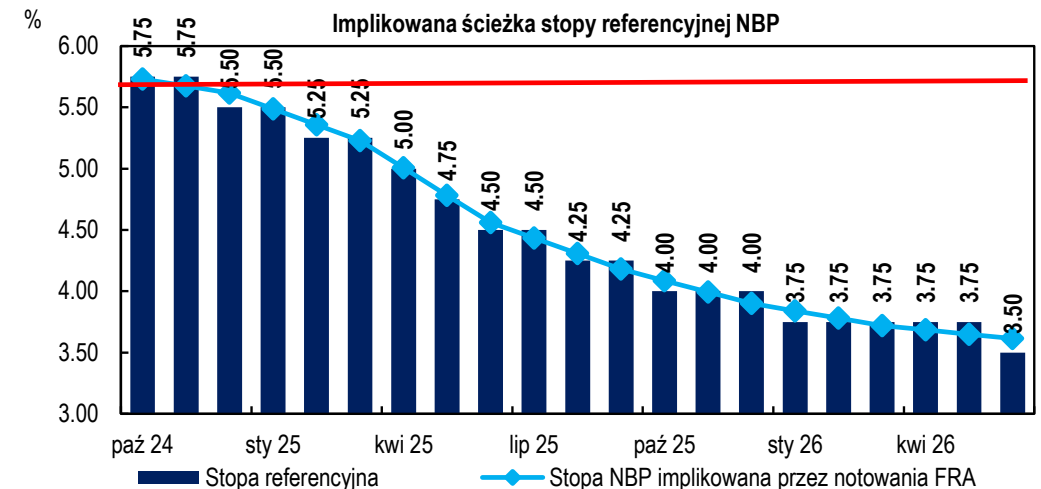
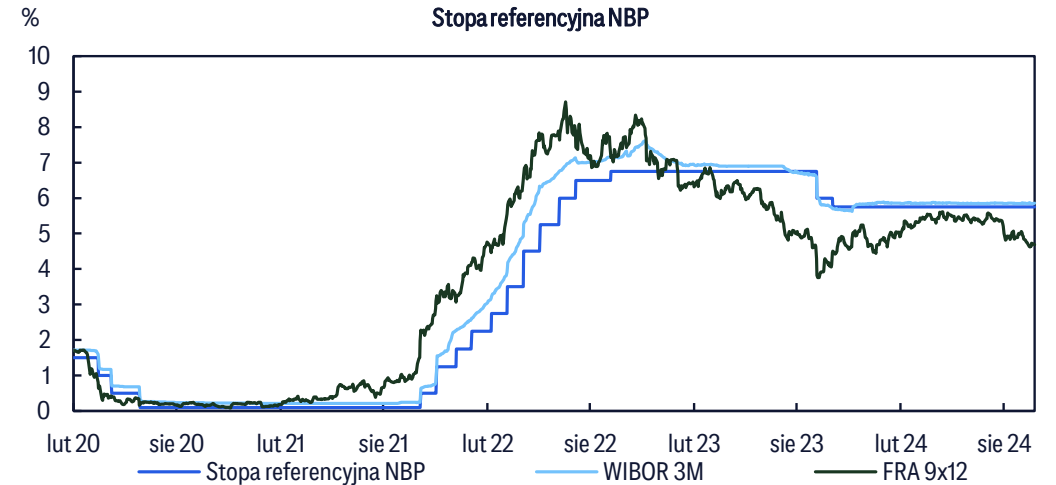
- Inflacja zaczęła ponownie rosnać i w sierpniu osiągnęła 4,3% r/r. Dotychczas wzrosty wynikały przede wszystkim z podwyżki cen energii elektrycznej i gazu, ale od września rolę odgrywać będą również efekty statystyczne. Rok temu we wrześniu wprowadzenie darmowych leków dla seniorów i dzieci znacznie obniżyło inflację, a ponieważ podobne cięcia nie powtórzą się w tym roku, związany z tym efekt niskiej bazy wywinduje wrześniową inflację w pobliże 5%.
- Uwagę zwraca podbicie impetu inflacji bazowej, a więc inflacji obliczonej po wyeliminowaniu cen żywności i energii. Co prawda inflacja bazowa w ujęciu rok-do-roku wyniosła 3,7%, jednak w ujęciu miesiąc-do-miesiąca ceny bazowe w ostatnich dwóch miesiącach rosły w tempie, które sugerowałyby inflację bazową nawet powyżej 5%.
- Na tle słabnącej presji cenowej na świecie te wygórowane wzrosty wydają się zjawiskiem przejściowym, jednak niepokoić może fakt, że presja płacowa jest bardziej uporczywa niż wydawałoby się to uzasadnione w świetle słabnącej aktywności.
- Spodziewamy się, że inflacja będzie utrzymywała się na podwyższonym poziomie do marca przyszłego roku, a potem zacznie opadać. Pod koniec 2025 roku inflacja może ponownie być w przedziale 3,5-4%. W sumie oznacza to, że obecny epizod odbicia inflacyjnego powinien okazać się krótkotrwały i nie powinien wywoływać nadmiernych obaw ze strony przedstawicieli NBP.



Polityka pieniężna

Pierwsze obniżki na wiosnę

- Wrzesień przyniósł bardzo wyraźne złagodzenie tonu w jakim wypowiadają się przedstawiciele banku centralnego. O ile jeszcze w lipcu prezes Glapiński sygnalizował możliwość wstrzymania się z obniżkami stóp procentowych aż do 2026 roku, we wrześniu wycofał się z tych zapowiedzi i zasygnalizował możliwość cięć w drugiej połowie 2025 roku.
- W rzeczywistości moment pierwszego cięcia w Polsce wydaje się jeszcze bliższy. Rozpoczęcie cyklu obniżek przez Fed (-50 pb we wrześniu), druga w tym roku obniżka przez EBC (-25pb) oraz perspektywa dalszego luzowania polityki pieniężnej przez największe banki centralne otwierają drogę dla działań RPP. O ile na razie RPP może odkładać obniżki na przyszłość, z czasem presja rynkowa będzie rosła.
- Naszym zdaniem najpóźniej na marcowym posiedzeniu RPP otrzyma projekcję, w której ścieżka inflacyjna będzie zrewidowana w dół w stosunku do lipcowego scenariusza, głównie w związku z przedłużeniem mrożenia cen energii. Spodziewamy się, że może to być impulsem do dyskusji o złagodzeniu polityki pieniężnej, tym bardziej, że do tego czasu polska stopa procentowa (5,75%) będzie znacznie odbiegać od stóp Fed, ECB oraz CNB.
- Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że cykl obniżek rozpocznie się w marcu i w całym przyszłym roku stopy procentowe w Polsce spadną o przynajmniej 100 pb.

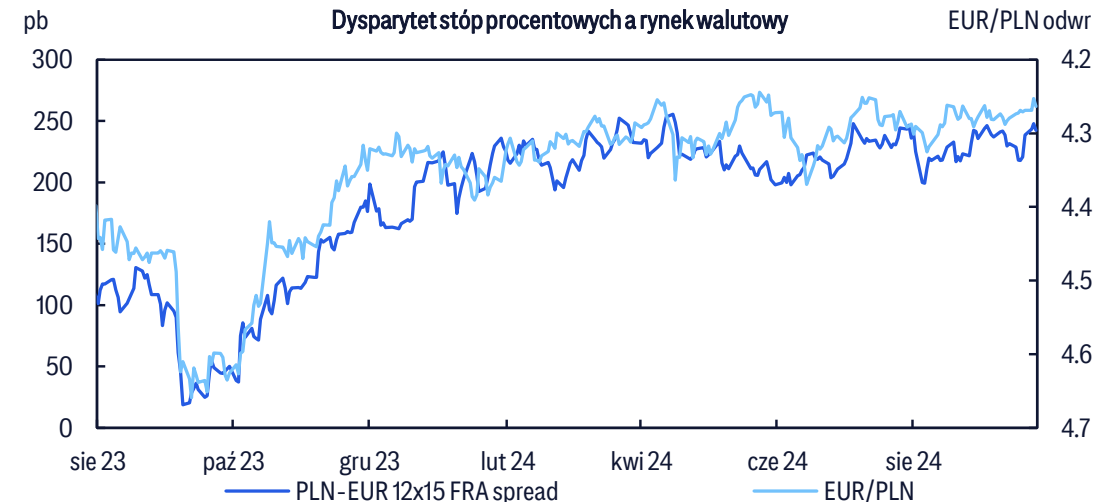
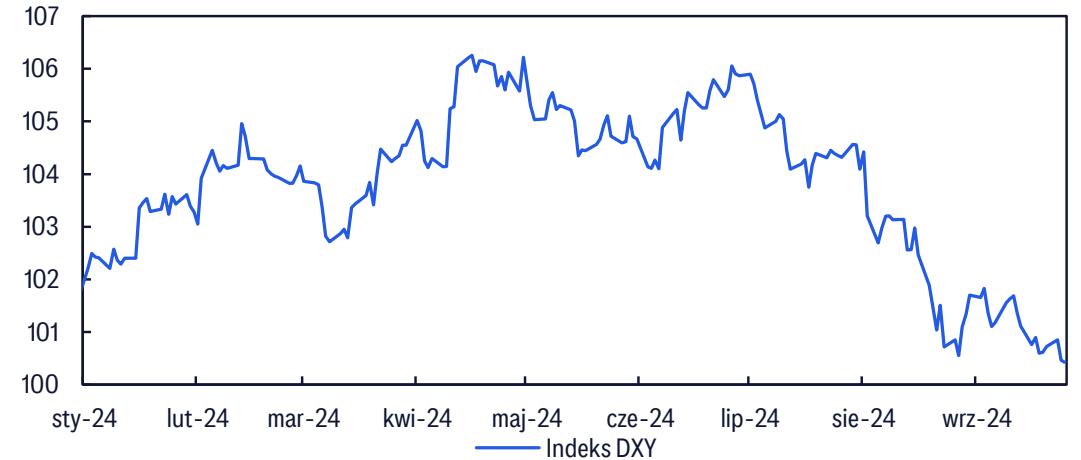


Rynek walutowy

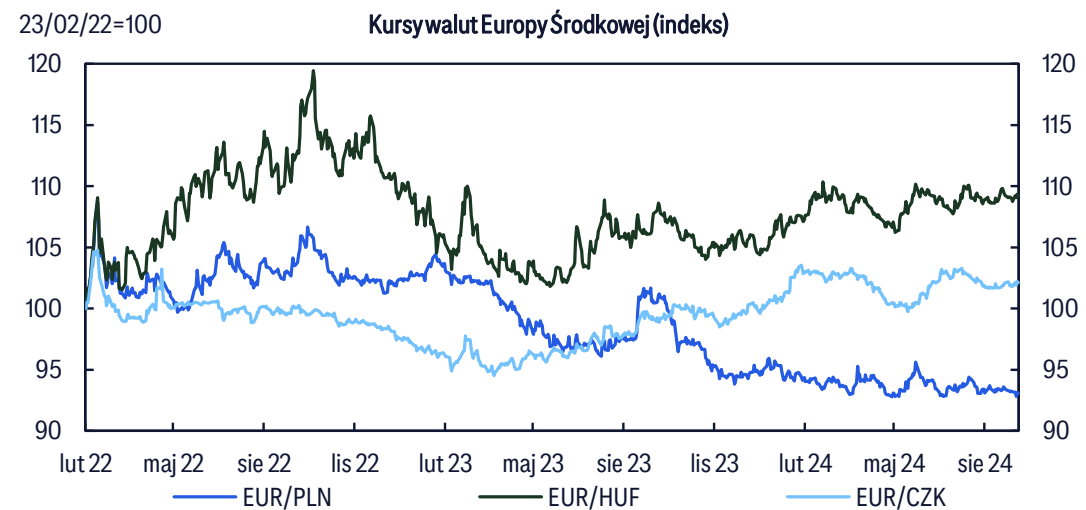
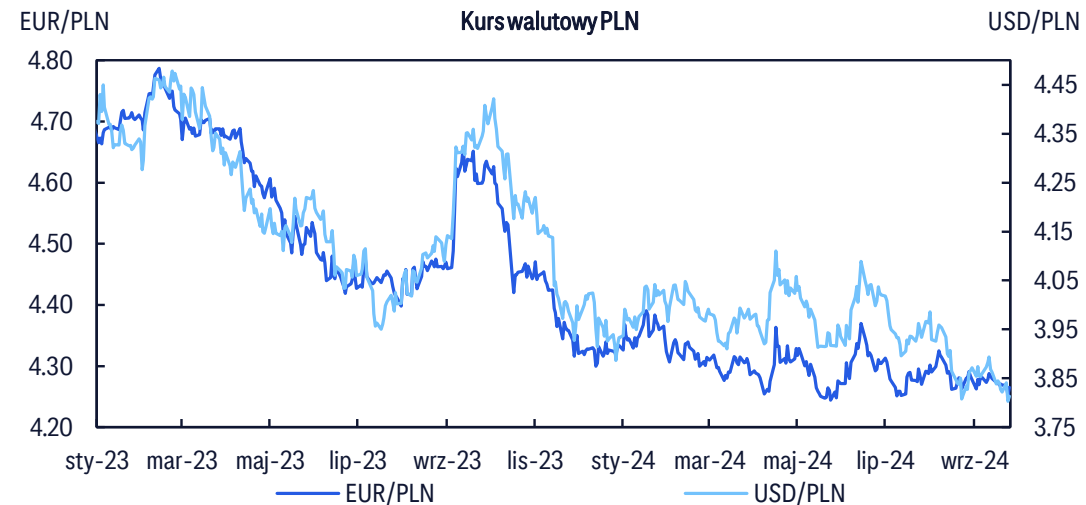
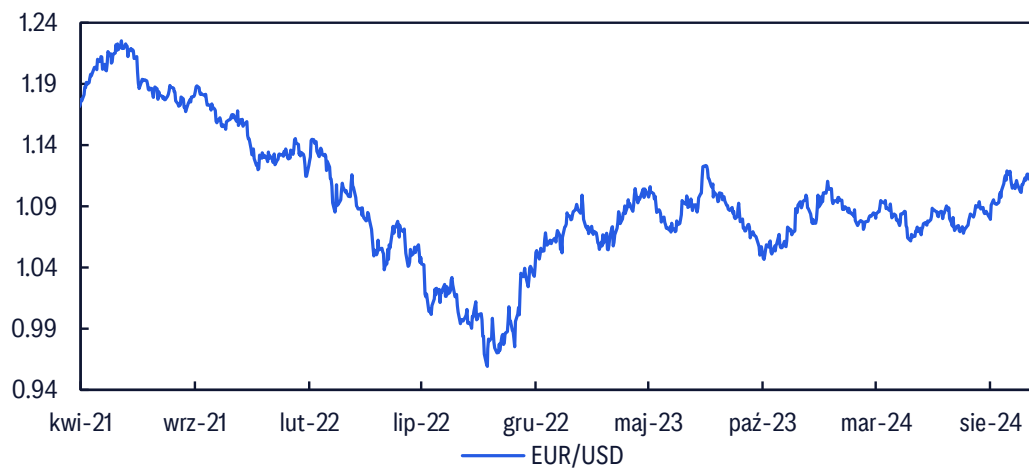
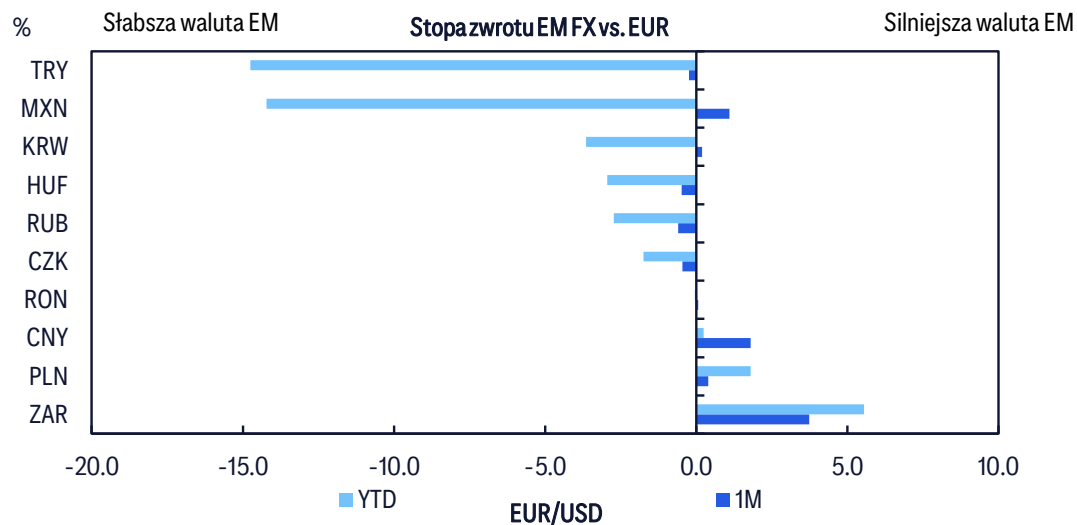
Brak obniżek wciąż wspiera złotego

- Od połowy sierpnia kurs złotego w relacji do euro jest relatywnie stabilny i przez większość tego czasu para EUR/PLN poruszała się w wąskim przedziale 4,26-4,28. Wahania pary USD/PLN były nieco większe (zakres 3,81-3,90 w analogicznym okresie), jednak wynikały one przede wszystkim z osłabienia amerykańskiego dolara.
- Indeks dolarowy stracił od połowy sierpnia blisko 2,5%, a od szczytu z połowy kwietnia znajduje się już blisko 6% niżej. Słabszy dolar przeważnie stanowi wsparcie dla notowań walut rynków wschodzących, do których również zaliczany jest złoty. Osłabienie amerykańskiej waluty z ostatnich tygodni to pokłosie oczekiwań na szybkie obniżki stóp procentowych, które Fed zaczął już we wrześniu i prawdopodobnie będzie kontynuował w kolejnych miesiącach.
- Złoty w ostatnich miesiącach korzysta również z rozszerzającej się różnicy stóp procentowych wobec rynków bazowych oraz porównywalnych krajów z Europy Środkowo-Wschodniej. O ile obniżki stóp procentowych w Polsce zbliżają się wielkimi krokami, to prawdopodobnie do ich zmiany nie dojdzie jeszcze przez najbliższe pół roku.
- W perspektywie najbliższych miesięcy widzimy pole do lekkiego umocnienia polskiej waluty, co w przypadku kursu EUR/PLN mogłoby prowadzić do przetestowania dołków poniżej poziomu 4,25. W dłuższej perspektywie, biorąc pod uwagę możliwe łagodzenie polityki pieniężnej oczekujemy, że para będzie stopniowo zmierzała w stronę poziomu 4,30.

Indeks dolarowy



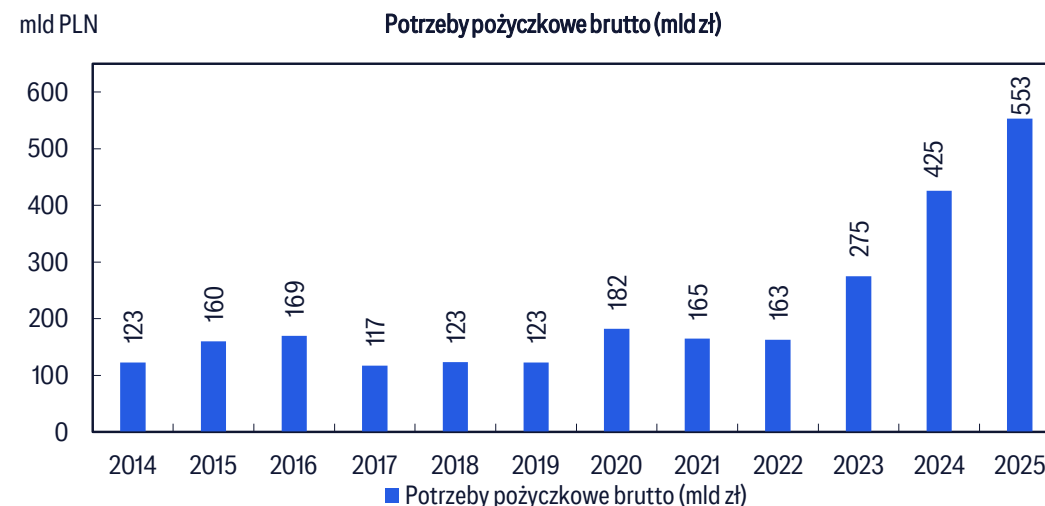
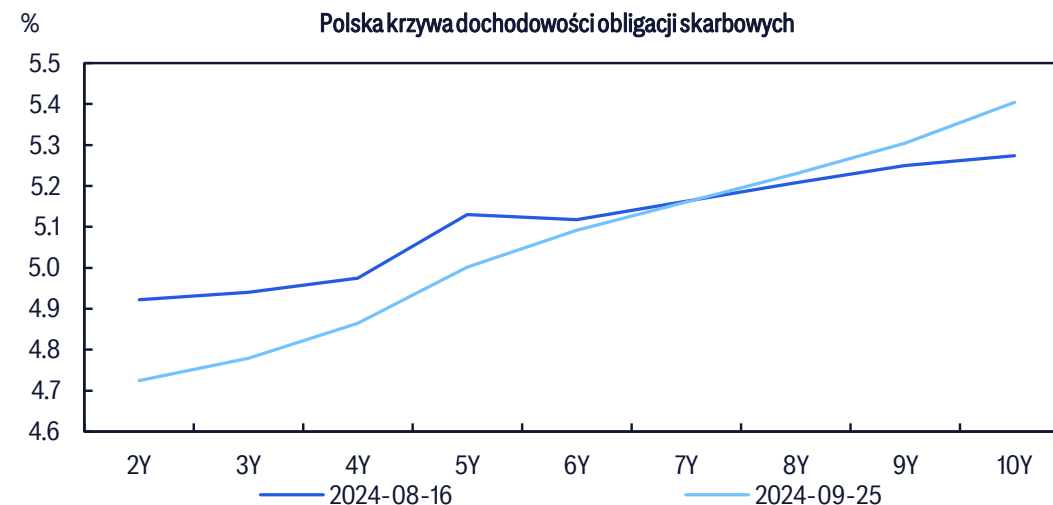
Rynek walutowy



Rynek długu

Bardziej stroma krzywa dochodowości

- Ostatnie tygodnie przyniosły zauważalne wystromienie polskiej krzywej obligacji skarbowych, co widoczne jest we wzroście spreadu papierów 10-letnich nad 2-letnimi o ok. 40 pb wobec stanu z połowy sierpnia.
- Rentowności obligacji skarbowych o krótkim terminie do wykupu zauważalnie spadały i w przypadku papierów 2-letnich zmniejszyły się o ok. 20 pb w ciągu ostatniego półtora miesiąca. Istotną rolę odgrywała tutaj zmiana oczekiwań wobec perspektyw w polityce pieniężnej. Początek obniżek stóp procentowych przez amerykański Fed oraz istotna zmiana retoryki polskiej RPP wpływały na nastroje rynkowe. Notowania kontraktów FRA wskazują na możliwość obniżki stóp procentowych w Polsce już w styczniu bądź lutym przyszłego roku, a skala działań w 2025 mogłaby – według wycen rynkowych – sięgnąć nawet 175 pb.
- W przypadku dłuższego końca krzywej dochodowości, doszło do wzrostu rentowności obligacji 10-letnich o ok. 20 pb. Istotne znaczenia mogła mieć tutaj publikacja projektu ustawy budżetowej na przyszły rok, zgodnie z którą istotnie rosną potrzeby pożyczkowe, a co za tym idzie również emisja skarbowych papierów wartościowych.
- Naszym zdaniem w krótkim terminie potencjał do spadku rentowności na krótki koniec krzywej jest ograniczony, z kolei dla papierów z dłuższym terminem do wykupu widzimy pole do korekty ostatniego ruchu wzrostowego. Na koniec roku spodziewamy się rentowności obligacji 2-letnich na poziomie 4,70%, 5-letnich na 5,10% oraz 10-letnich na poziomie 5,25%.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2023					2024							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-2.2	-3.3	2.0	-0.3	-3.5	3.0	3.2	-5.7	7.8	-1.6	0.0	5.3	-1.6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	1.3	7.9	4.4	0.3	-9.5	3.5	0.6	4.0	-1.9	-4.4	3.0	-2.9	-5.3
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-2.3	-3.9	0.8	-1.5	-5.2	2.5	3.8	-6.0	8.1	-1.6	-0.1	5.4	-1.7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	3.5	11.5	9.8	3.9	14.0	-6.2	-4.9	-13.3	-2.0	-6.6	-8.9	-1.3	-9.6
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-2.7	-0.3	2.8	-0.3	-2.3	3.2	6.1	6.1	4.1	5.0	4.4	4.4	2.6
Stopa bezrobocia (%)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.1	5.4	5.4	5.3	5.1	5.0	4.9	5.0	5.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5
Ceny													
Inflacja (% r/r)	10.1	8.2	6.6	6.6	6.2	3.7	2.8	2.0	2.4	2.5	2.6	4.2	4.3
Inflacja (% m/m)	0.0	-0.4	0.3	0.7	0.1	0.4	0.3	0.2	1.1	0.1	0.1	1.4	0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-2.9	-2.7	-4.2	-5.1	-6.9	-10.6	-10.0	-9.9	-8.5	-7.0	-5.8	-5.1	-5.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.1	0.3	-0.6	-1.2	-1.4	-1.9	0.1	-0.5	0.3	-0.3	0.4	-0.4	-0.1
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	11.9	10.3	12.8	11.8	9.6	12.8	12.9	12.0	11.3	11.4	11.0	10.6	11.1
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	587	1184	2240	1196	165	1584	1722	1357	-13	168	588	-1462	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	116	585	1055	-13	-799	1435	463	627	124	-447	-191	-1450	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	25714	27601	29845	29768	24764	27363	27520	28667	28250	26685	27092	27009	-
Eksport (% r/r)	-2.1	-4.0	2.1	-2.0	-6.2	-3.3	1.8	-8.5	6.5	-6.5	-6.0	4.6	-
Import f.o.b. (mln EUR)	25598	27016	28790	29781	25563	25928	27057	28040	28126	27132	27283	28459	-
Import (% r/r)	-10.9	-13.8	-7.1	-7.2	-10.6	-4.6	1.7	-7.6	7.0	-1.8	-0.2	10.5	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2023					2024							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.3	8.3	8.2	7.6	8.5	7.7	7.4	6.6	7.4	8.0	8.4	8.3	7.8
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	11.8	12.4	11.6	11.5	11.5	11.3	10.9	10.2	10.4	10.6	10.8	10.9	10.2
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	11.1	11.2	10.9	8.7	8.7	5.1	2.3	1.9	2.2	2.7	2.3	0.9	1.4
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	-4.3	-3.9	-3.9	-3.5	-2.2	-1.1	-0.6	-0.4	0.2	0.5	1.4	1.9	2.0
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-6.1	-4.8	-5.6	-5.0	-3.1	-4.1	-4.7	-2.2	-2.2	-1.4	-0.5	0.3	2.2
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	6.75	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
WIBOR 3M (średnio)	6.59	5.89	5.58	5.67	5.75	5.77	5.76	5.76	5.76	5.75	5.75	5.76	5.75
WIBOR 3M (koniec okresu)	6.55	5.67	5.56	5.73	5.78	5.76	5.76	5.77	5.76	5.75	5.75	5.76	5.75
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	6.18	5.56	5.61	5.74	5.69	5.61	5.55	5.56	5.46	5.44	5.51	5.68	5.64
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.42	5.04	5.23	5.53	5.09	5.02	5.04	5.28	5.54	5.45	5.21	4.62	4.84
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.56	5.25	5.38	5.44	4.83	5.18	5.14	5.49	5.60	5.49	5.49	5.25	5.09
EUR/PLN (koniec okresu)	4.47	4.64	4.45	4.35	4.35	4.34	4.32	4.32	4.32	4.27	4.31	4.30	4.28
USD/PLN (koniec okresu)	4.11	4.37	4.17	3.98	3.94	4.01	3.98	4.01	4.03	3.94	4.03	3.97	3.86
EUR/USD (koniec okresu)	1.09	1.06	1.06	1.09	1.11	1.08	1.08	1.08	1.07	1.09	1.07	1.08	1.11
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	16.6	34.7	36.4	42.6	85.6	-13.7	7.8	24.5	39.9	53.1	69.9	82.8	88.7
Def. budżetowy skum. (% planu)*	24%	51%	54%	63%	126%	-20%	12%	36%	59%	78%	103%	122%	130%

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	916	990
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2127	2288	2338	2631	3067	3396	3625	3918
PKB per capita (USD)	15348	15528	15761	17990	18268	21487	24421	26467
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	4.1
Inwestycje (% r/r)	12.6	6.2	-2.3	1.2	2.7	13.1	1.6	7.2
Konsumpcja (% r/r)	4.4	4.1	-1.5	5.8	4.3	-0.1	5.5	3.7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.4	3.5	-3.6	6.2	5.4	-1.0	4.6	3.8
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	3.8	6.0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.8	3.8
Inflacja CPI (% średnia)	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.7	4.6
Płace nominalne (% r/r)	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.4
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	3.95	3.91
USD/PLN (Średnia)	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.96	3.96
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.25	4.30
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.28	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	-0.2
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	398.6	427.5
Import	260.1	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	396.9	429.7
Saldo usług	25.9	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	46.8	48.5
Saldo dochodów pierwotnych	-22.6	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-41.6	-44.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.5	-5.1	-5.4	-5.7
Saldo pierwotne sektora	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.0	-3.2	-3.2
Dług publiczny (Polska metodologia)	46.3	43.3	47.6	43.7	39.4	38.9	43.2	47.5

Prognozy długoterminowe

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.9	5.6	0.2	3.4	4.1	3.5	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	5.1	14.3	11.5	3.7	4.6	3.1	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5.1	-2.6	1.7	0.4	-0.2	-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	3.95	3.91	3.80	3.81
USD/PLN (Średnia)	3.01	4.45	4.20	3.96	3.96	3.83	3.81
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.69	4.35	4.25	4.30	4.33	4.34
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.69	4.54	4.28	4.29	4.32	4.34

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

Aleksandra Siuzdak

Praktykantka

aleksandra.siuzdak@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymaniem 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