



Styczeń 2025

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciółek, CFA
Aleksandra Siuzdak

Citi Monthly

Złoty na fali

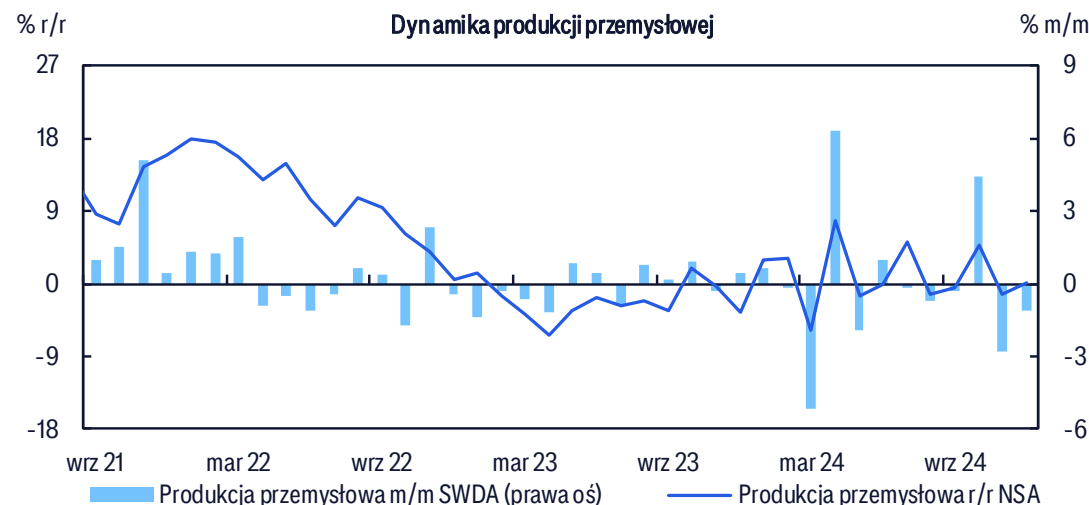
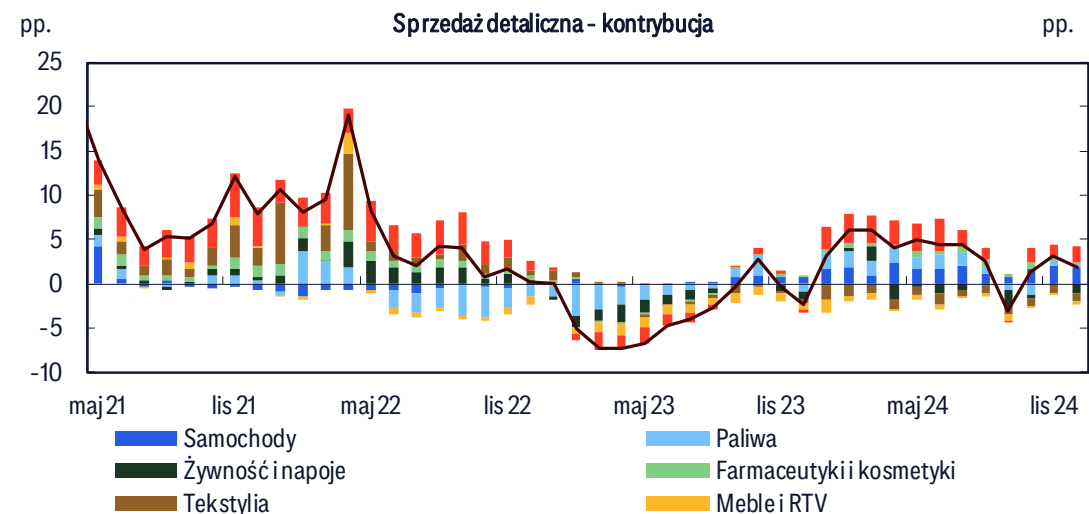
Podsumowanie

- Grudzień przyniósł niewątpliwe rozczarowanie jeżeli chodzi o aktywność gospodarczą. Produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna oraz płace okazały się niższe od naszych i rynkowych przewidywań. W sumie nie zmienia to faktu, że polska gospodarka radzi sobie lepiej niż inne gospodarki regionu, ale wyraźnie wskazuje, że ożywienie jest jak na razie niemrawe.
- Inflacja CPI na koniec roku wyniosła 4,7% i była niższa od prognoz. Pozytywnie można ocenić stopniowe wytracanie impetu przez cztery miary inflacji bazowej, które prawdopodobnie znacznie lepiej odzwierciedlają skalę presji cenowej niż wskaźnik CPI. Pod koniec roku inflacja ma szansę znowu powrócić do poziomu 3,5%, a więc do poziomu spójnego z górną granicą celu inflacyjnego.
- W styczniu Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopę referencyjną na niezmiennym poziomie (5,75%). Ton wypowiedzi prezesa NBP sugeruje, że RPP nie zamierza spieszyć się z obniżkami, obawiając się wzrostu inflacji pod koniec roku. Naszym zdaniem rzeczywistość inflacyjna może okazać się lepsza niż zakłada prognoza NBP, co powinno pozwolić na obniżkę stóp w okolicach lipca br.
- Argumentem przemawiającym za złagodzeniem polityki pieniężnej może być również ostatnie umocnienie złotego wobec euro. Z jednej strony będzie ono obniżać inflację, a z drugiej strony może zaciążyć na wynikach polskich eksporterów.

Aktywność ekonomiczna

Grudniowe dane poniżej oczekiwań

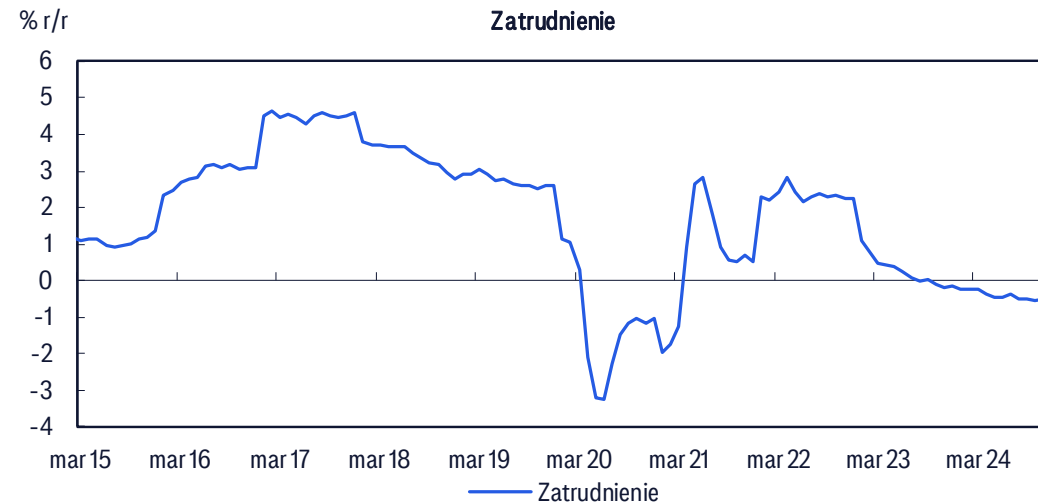
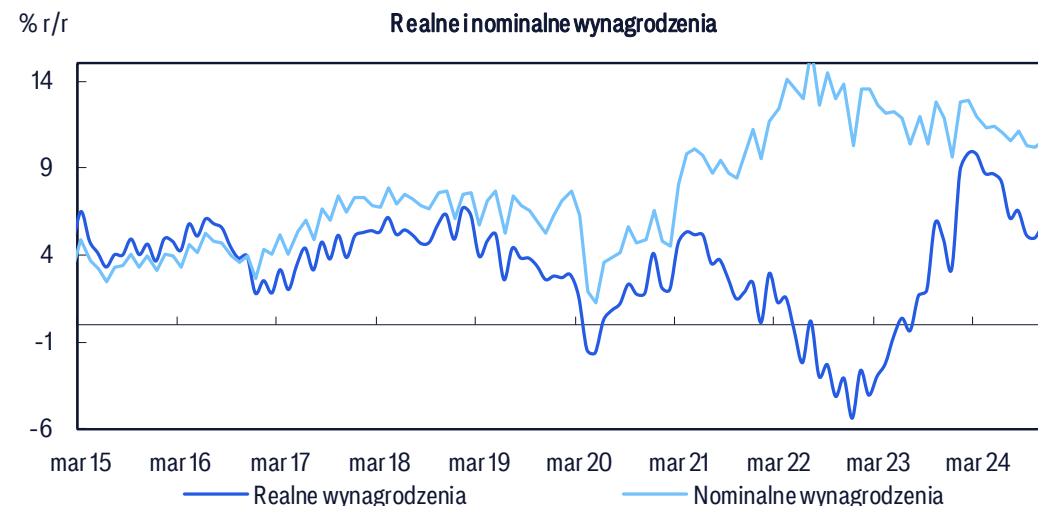
- Najnowsze dane z polskiej gospodarki dopełniają obraz czwartego kwartału 2024 roku. W samym grudniu dane o produkcji, jak i sprzedaży detalicznej okazały się niższe od oczekiwań rynkowych.
- Produkcja przemysłowa zwiększyła się o 0,2% r/r wobec -1,5% r/r w październiku. Po odsezonowaniu dane wskazują jednak na ujemną dynamikę zarówno w ujęciu rocznym, jak i miesięcznym (odpowiednio: -0,6% oraz -1,1%). Najbliższe miesiące nie zapowiadają poprawy w sektorze przemysłowym, jako że aprecjacja złotego oraz utrzymujący się niski popyt zagraniczny głównych parterów handlowych Polski nie sprzyjają eksportowi.
- Jeżeli chodzi o sprzedaż detaliczną, zwiększyła się ona w grudniu o 1,3% r/r, wobec 3,1% r/r w listopadzie. Kategorią sprzedaży, która przodowała w porównaniu do zeszłego roku była sprzedaż pojazdów samochodowych, natomiast komponentem który poradził sobie najgorzej była sprzedaż tekstyliów, odzieży oraz obuwia.
- Dostępne dane za czwarty kwartał sugerują, że w całym 2024 roku wzrost gospodarczy w Polsce był niższy od 3%. W porównaniu do pozostałych krajów regionu jest to dobry wynik, jednak oczekiwania co do wzrostu na początku 2024 roku były nieco wyższe.



Rynek pracy

Wynagrodzenia spowalniają

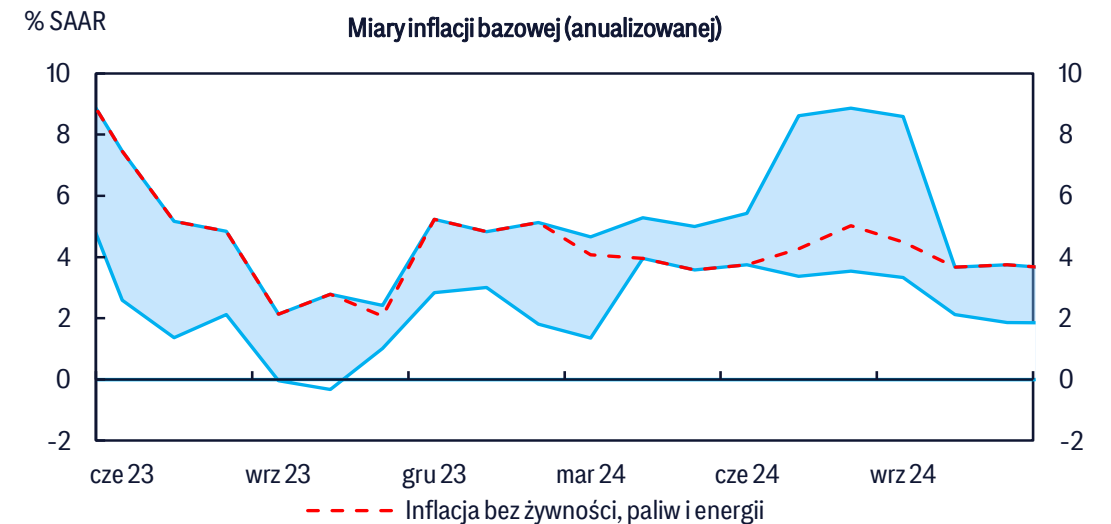
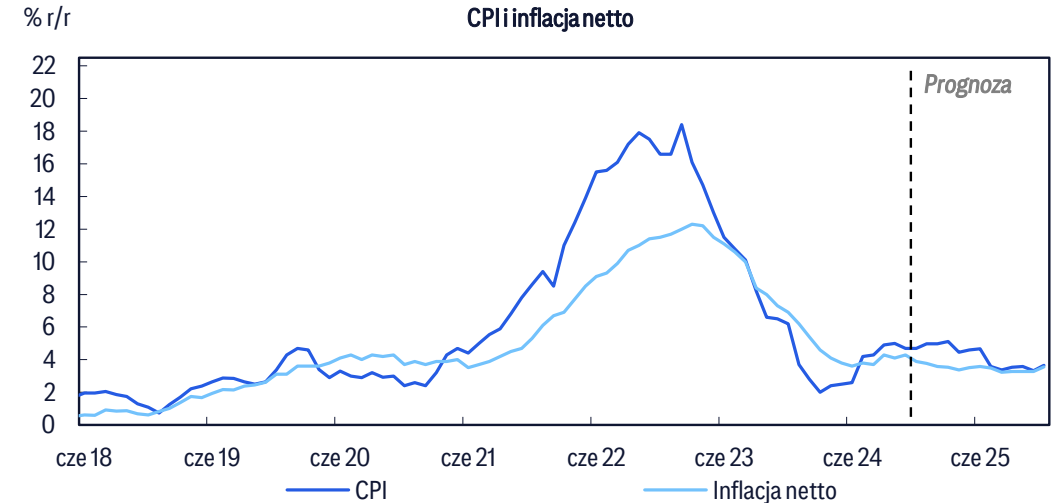
- W grudniu przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 9,8% r/r (vs. 10,5% r/r w listopadzie), co oznacza, że po raz pierwszy od roku dynamika płac spadła poniżej 10%. Tempo wzrostu wynagrodzeń realnych w ujęciu rocznym również znacznie spowolniło do 4,9% z 5,6% miesiąc wcześniej.
- Najślabsze tempo wzrostu przeciętnych wynagrodzeń odnotowano w branżach takich jak informacja i komunikacja (8,6% r/r), przemysł (9,4% r/r) oraz transport i gospodarka magazynowa (10,1% r/r).
- Jeżeli chodzi o zatrudnienie, w grudniu zmniejszyło się o 0,6% w ujęciu rocznym, a w ujęciu miesięcznym o 0,1%. Najsilniejszych spadków zatrudnienia doświadczyły: administrowanie i działalność wspierająca, transport i gospodarka magazynowa oraz przemysł. Stopa bezrobocia według GUS wzrosła o 0,1 pp w porównaniu do listopada i wyniosła 5,1%.
- Mniejsza skala podwyżki płacy minimalnej w styczniu 2025 r. w stosunku do 2024 roku powinna sprzyjać procesowi dalszego schładzania się rynku pracy. W najbliższych miesiącach oczekujemy kontynuacji hamowania tempa wzrostu wynagrodzeń i jego utrzymania na jednocyfrowych poziomach.



Inflacja

Poniżej oczekiwań

- Grudniowa inflacja okazała się pozytywną niespodzianką. Najpierw wstępny szacunek pokazał, że inflacja CPI wzrosła z 4,7% do 4,8% r/r i była o 0,1 pp niższa od prognoz. Następnie w ostatecznym odczycie wstępny szacunek został zrewidowany w dół do 4,7%. Co bardziej istotne, niski odczyt inflacji wynikał przede wszystkim z niskiej inflacji bazowej.
- NBP oblicza cztery miary inflacji bazowej, choć większość komentatorów i uczestników rynku koncentruje się na tylko jednej (inflacja po wyeliminowaniu żywności, paliw i energii). Obecnie trzy spośród czterech miar inflacji bazowej rosną z miesiąca na miesiąc w tempie spójnym z celem inflacyjnym, a czwartej mierze niewiele brakuje do tego aby obniżyć się do celu (wykres po prawej stronie). W sumie jest to dobry sygnał jeżeli chodzi o średnioterminowy trend inflacyjny.
- W pierwszych miesiącach roku wskaźnik inflacji może zostać jeszcze lekko podniesiony przez podwyżki podatków pośrednich na alkohol i wyroby tytoniowe, ale efekt ten zostanie szybko i z naddatkiem skompensowany przez spadki związane z efektami bazy statystycznej. Dzięki temu od kwietnia inflacja będzie w silnym trendzie spadkowym i pod koniec roku może oscylować w okolicach 3,5%.
- Trochę niedocenianym czynnikiem, który może ostatecznie odegrać rolę w obniżaniu inflacji jest silny złoty.

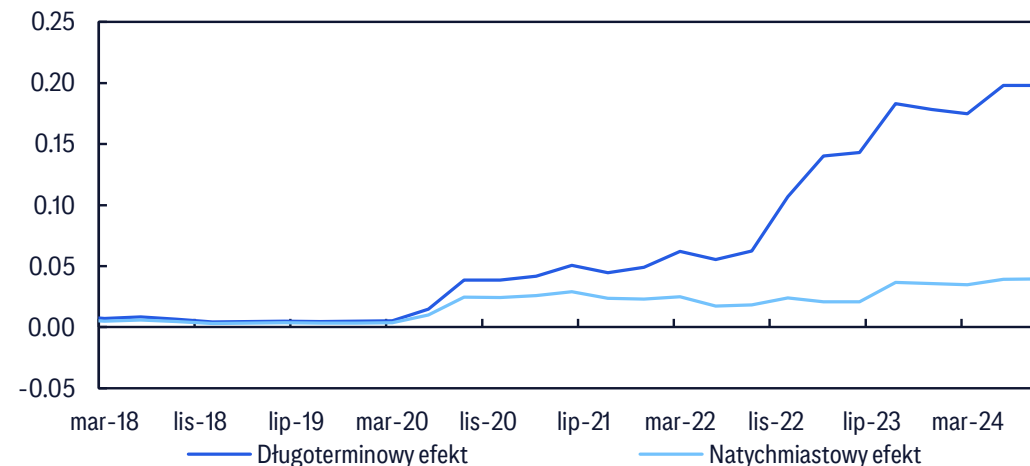


Inflacja (c.d.)

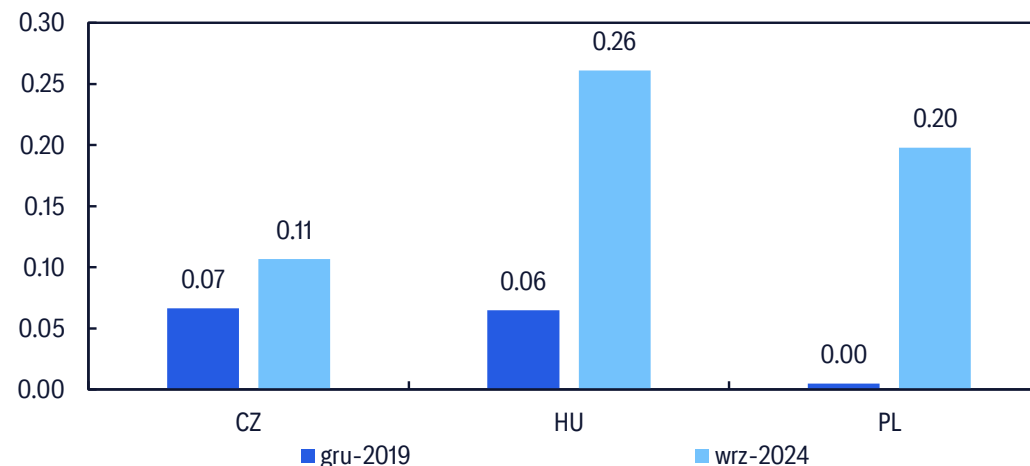
Złoty pomaga w walce z CPI

- W ciągu ostatnich trzech miesięcy złoty umocnił się o 2,6 % wobec koszyka walut. Jeżeli trend ten będzie kontynuowany, silna waluta może pomóc stopniowo obniżyć ceny towarów importowanych, prowadząc do spadku inflacji.
- Nasze szacunki wskazują, że w 2022 roku inflacja stała się znacznie bardziej wrażliwa na osłabienie złotego. Wynikało to częściowo stąd, że firmy szybciej przekładały wyższe ceny importu na nowe ceny towarów (natychmiastowy efekt). Jeszcze bardziej istotny wpływ miało to, że inercja inflacji wzrosła a przedsiębiorstwa były gotowe częściej dostosowywać cenniki, co w długim okresie zwiększyło efekt przeniesienia (fx pass through).
- Można przypuszczać, że wraz ze spadkiem inflacji sytuacja będzie się normalizować, a inflacja będzie stawać się mniej wrażliwa na wahania kursu. Niemniej nawet jeżeli efekt przeniesienia ze złotego na CPI wynosi obecnie tylko 10-12%, oznacza to, że umocnienie PLN z ostatnich miesięcy może obniżyć inflację łącznie o 0,3 pp.
- W sumie można spodziewać się, że z czasem efekt aprecjacji będzie stawał się coraz bardziej widoczny w publikowanych danych. Dzięki temu inflacja bazowa w kolejnych kwartałach może okazać się niższa niż zakładały dotychczasowe prognozy.

Efekt przeniesienia FX w Polsce (krocząca próba)



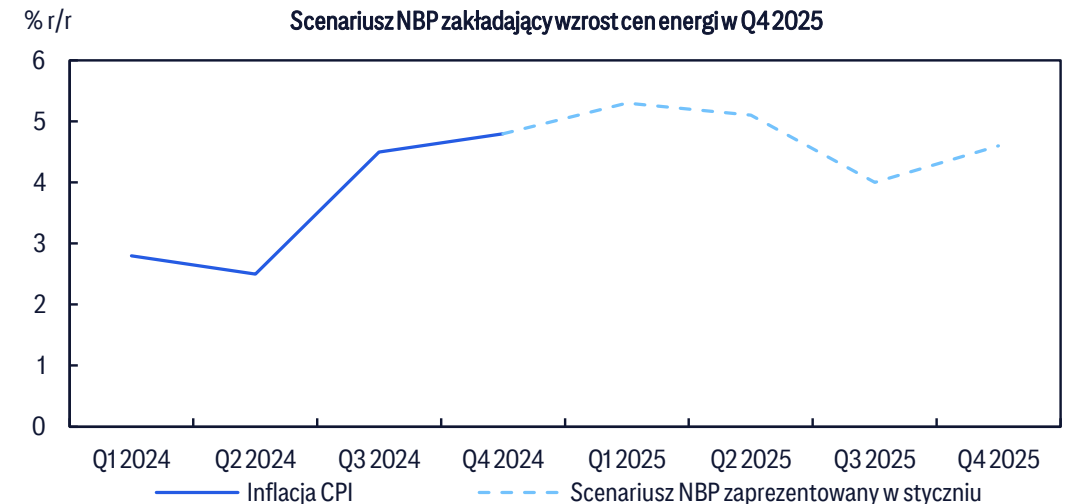
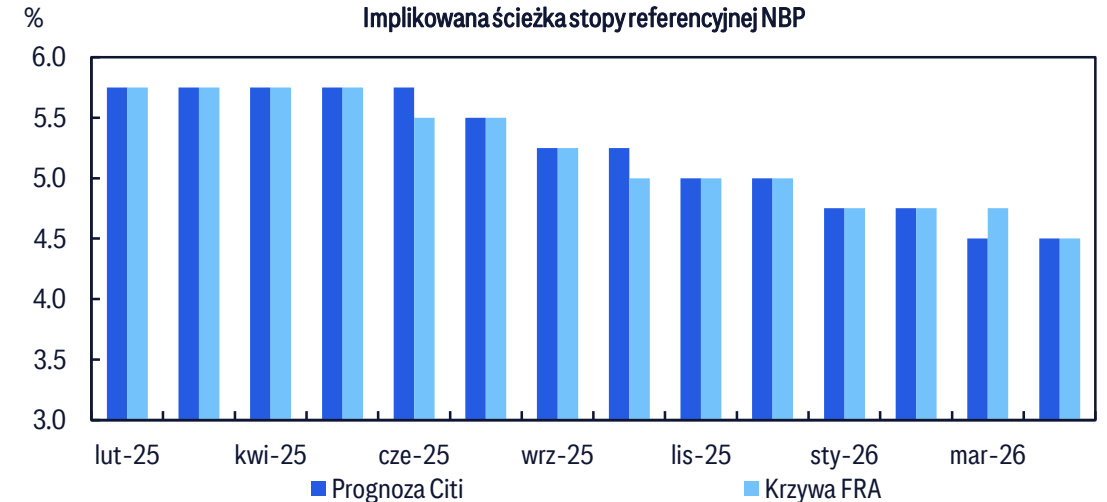
CEE - Długoterminowy efekt przeniesienia FX



Polityka pieniężna

Trzymając się jastrzębiej retoryki

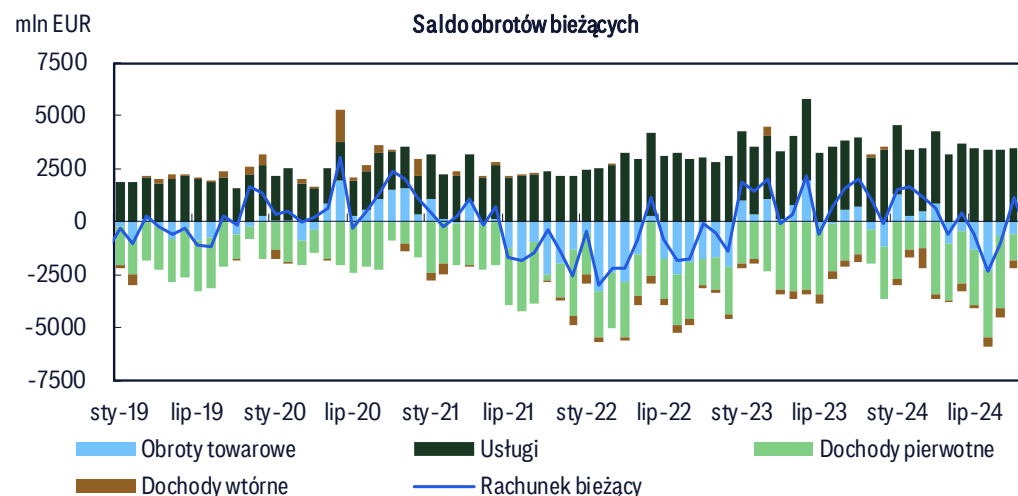
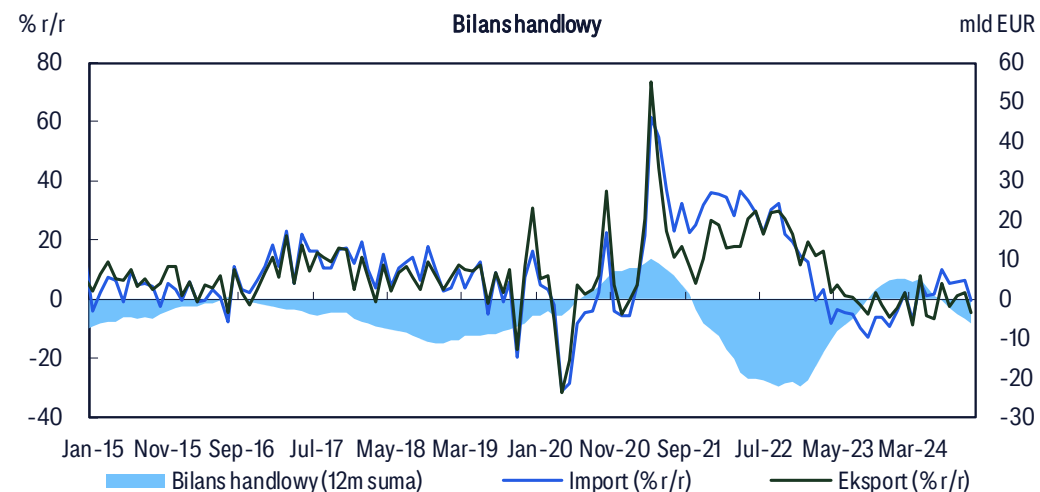
- Pomimo niższej od oczekiwań inflacji oraz wyraźnego wyhamowania inflacji bazowej prezes NBP w styczniu podtrzymał swój jastrzębi ton, poświęcając wiele uwagi potencjalnym zagrożeniom inflacyjnym. Koronnym argumentem przeciw obniżkom stóp procentowych prezentowanym przez szefa banku centralnego jest nowa prognoza inflacji. Zgodnie z nią inflacja po przejściowym spadku w trakcie roku ma ponownie wzrosnąć pod koniec 2025 i ukształtować się na poziomach zbliżonych do obecnych.
- Nie podzielamy tego pesymizmu co do przyszłej inflacji. Najbardziej prawdopodobny scenariusz zakłada, że w przeciwieństwie do założeń przedstawionych przez NBP, rachunki za energię w dalszej części roku nie wzrosną istotnie. W takim scenariuszu inflacja ostatecznie spadłaby do końca roku do około 3,5%, znacznie poniżej 4,5-5,0% przyjętych w prognozie banku centralnego. Spodziewamy się, że Rada Polityki Pieniężnej będzie miała większą jasność co do przyszłego poziomu cen energii dopiero około połowy roku.
- Dlatego spodziewamy się, że pomimo obecnej bardzo ostrożnej retoryki większość w Radzie Polityki Pieniężnej będzie gotowa i chętna aby rozpocząć cykl obniżek stóp procentowych w II połowie roku. W sumie oczekujemy w tym roku trzech obniżek łącznie o 75 pb, przy czym pierwsza z nich może nastąpić w lipcu, miesiącu kiedy NBP publikuje swój Raport o inflacji. Tempo obniżek będzie zależało również od czynników zewnętrznych, w tym przede wszystkim od tempa cięć stóp przez EBC oraz Fed.



Bilans płatniczy

Eksport znów gorzej niż import

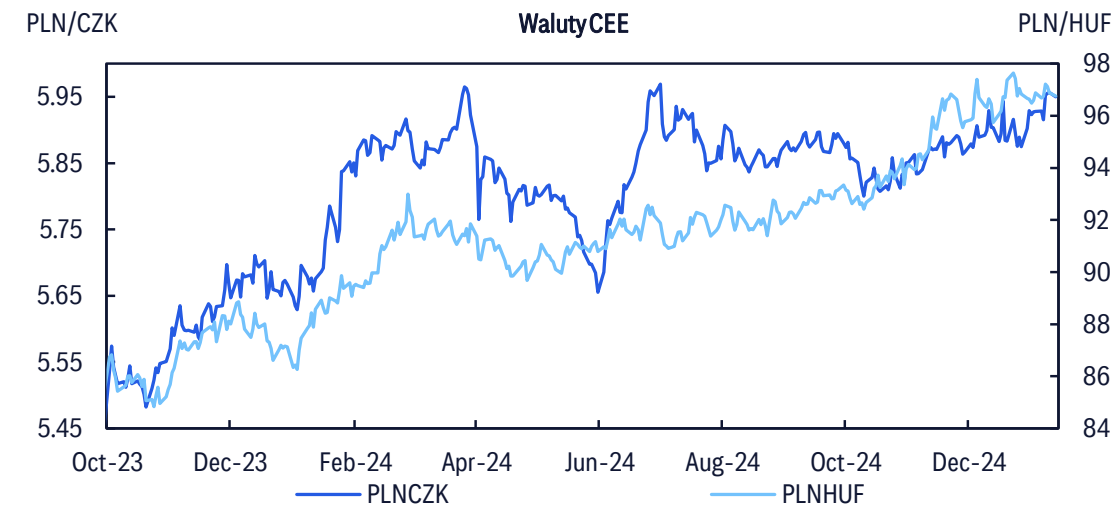
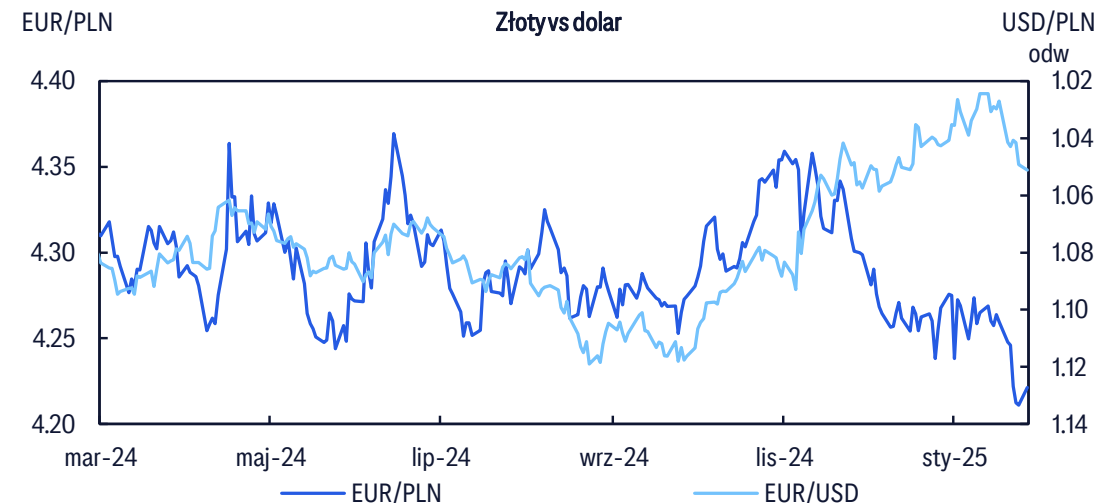
- W listopadzie na rachunku bieżącym odnotowano deficyt o wartości 0,521 mld EUR, wobec nadwyżki na poziomie 1,220 mld EUR w październiku. Skumulowane roczne saldo obrotów bieżących uległo znacznemu pogorszeniu na przestrzeni ostatnich miesięcy – z 1,7% PKB na początku 2024 roku do 0,2% PKB.
- Saldo obrotów towarowych kolejny miesiąc z rzędu było ujemne - od maja import utrzymuje swoją przewagę nad eksportem. W listopadzie deficyt handlowy wyniósł 1,646 mld EUR wobec deficytu 0,571 mld EUR poprzednio.
- Wartość eksportu zmniejszyła się o 4,7% r/r. Spadki objęły wszystkie kategorie eksportu z wyłączeniem produktów rolnych. Po raz kolejny najgorzej wypadła kategoria obejmująca środki transportu, co jest pochodną wciąż pogarszającej się sytuacji w branży motoryzacyjnej.
- Jeżeli chodzi o import, w sierpniu jego wartość obniżyła się o 0,4% r/r. Najsilniej zmniejszył się import środków transportu, równoważony jednak przez wzrostową tendencję importu aut osobowych.
- W komentarzu do bilansu płatniczego NBP wskazuje, że niższa dynamika obu komponentów rachunku obrotów towarowych w listopadzie była pochodną mniejszej liczby dni roboczych niż w analogicznym okresie 2023 roku.



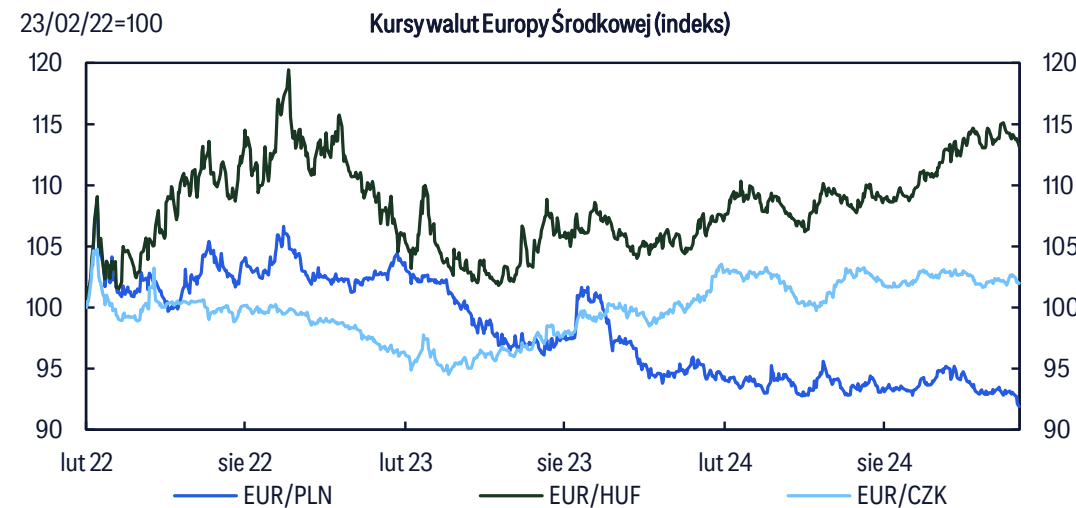
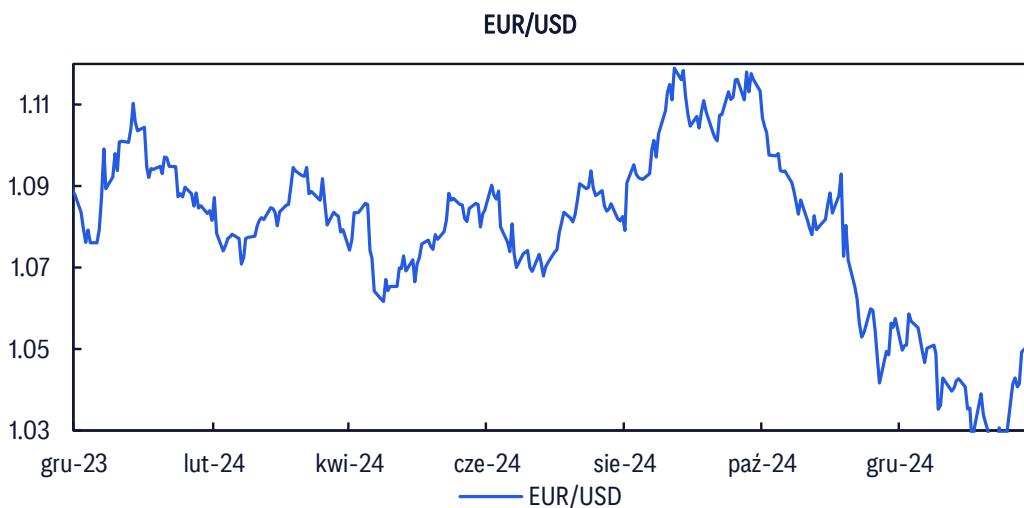
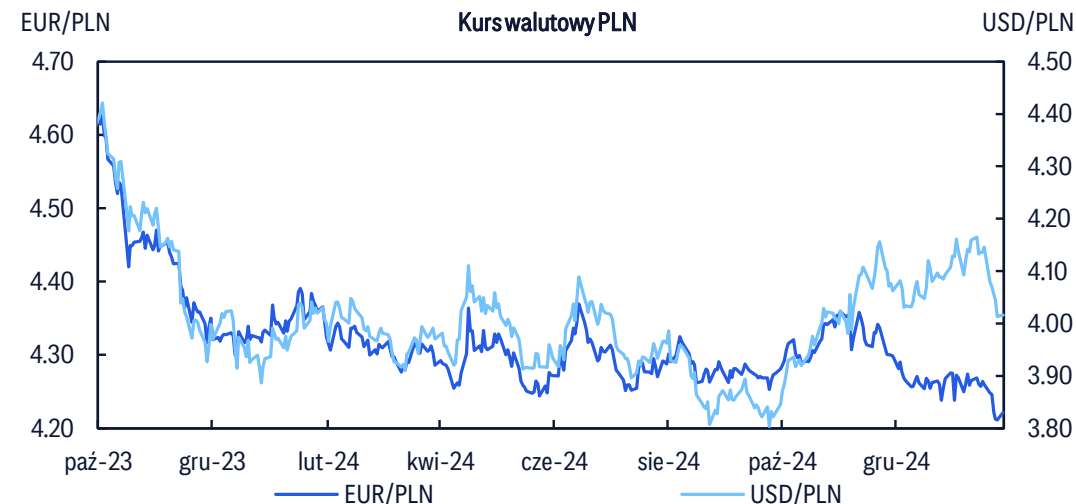
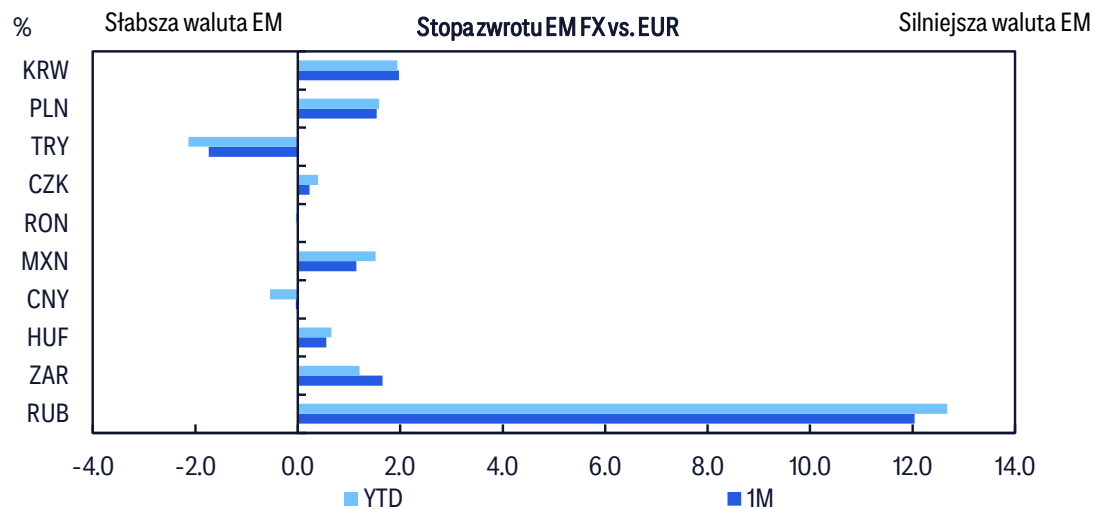
Rynek walutowy

Mocny złoty

- Polska waluta zaliczyła mocny początek tego roku i umocniła się w relacji do euro o blisko 1,5% (spadek kursu EUR/PLN w okolice poziomu 4,20), a do dolara o nawet około 2,7% (kurs USD/PLN nieznacznie powyżej granicy 4,0).
- Wśród czynników, które kierowały mocniejszym złotym z pewnością należy wspomnieć osłabienie dolara, gdyż kurs EUR/USD zanotował istotny wzrost w pierwszy tygodniach tego roku. Jednak nie jest to jedyny powód, gdyż polska waluta relatywnie dobrze radziła sobie w okresie od ogłoszenia wyników prezydenckich w USA w listopadzie. W tym okresie kurs EUR/USD zbliżył się do poziomu 1,02, a notowania EUR/PLN zeszły poniżej poziomu 4,30.
- Złoty zyskiwał nie tylko w relacji do głównych walut, ale również do innych z rynków wschodzących, a w szczególności do tych z regiony Europy Środkowo-Wschodniej, czyli czeskiej korony i węgierskiego forinta. Pewną rolę w tym przypadku mogły odgrywać rosnące oczekiwania na zawieszenie broni między Ukrainą i Rosją, gdzie w ocenie niektórych uczestników rynku polska gospodarka mogłaby skorzystać bardziej niż inne kraje UE. Pozytywnie na notowania polskiej waluty wpływa również napływ środków z KPO, gdzie w grudniu Polsce przekazano 9,4 mld EUR. Nasze szacunki nie wskazują, że Ministerstwo Finansów wymienia większość z tych środków bezpośrednio na rynku, jednak sam napływ pieniędzy niweluje presję na osłabienie złotego.
- Oczekujemy, że w przypadku braku silnej deprecjacji dolara, kurs EUR/PLN będzie stopniowo zmierzał w stronę poziomu 4,30.



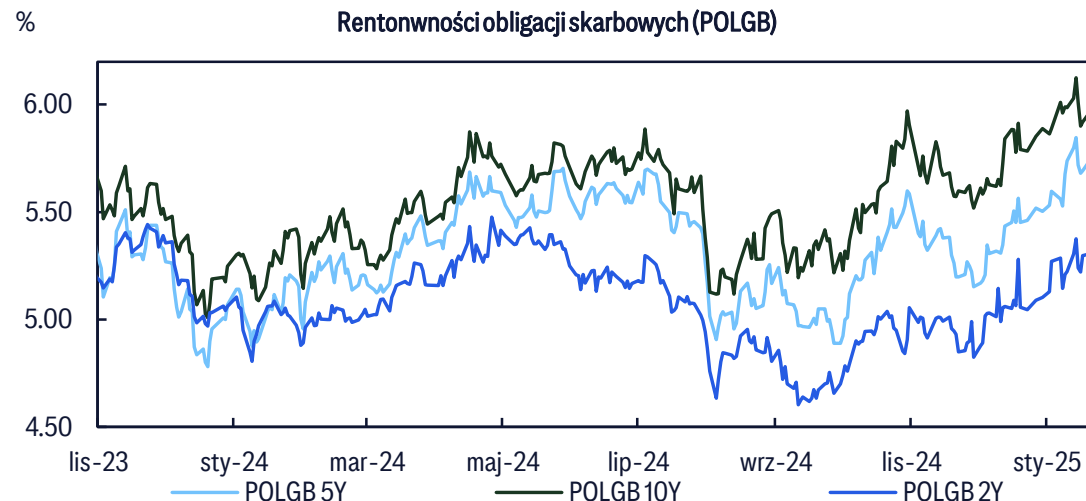
Rynek walutowy



Rynek długu

Rentowności dalej w górę

- Rentowności polskich obligacji skarbowych przesunęły się o 5 pb do 15 pb od początku tego roku, jednak stanowi to część trwającego już od listopada trendu, gdyż w przeciągu ostatnich dwóch miesięcy krzywa wzrosła o 40 pb do 55 pb.
- Wśród powodów przemawiających za wzrostem rentowności polskich obligacji przemawiają zarówno czynniki krajowe jak i zewnętrzne. Na ostatnich posiedzeniach Rada Polityki Pieniężnej przedstawia jastrzębie stanowisko wobec rozwoju stóp procentowych w Polsce i obniżki stóp w pierwszej połowie tego roku są coraz mniej prawdopodobne. Notowania kontraktów FRA wskazują na przestrzeń do obniżek stóp procentowych na około 75 pb.
- Istotnej zmianie uległy również oczekiwania dotyczące zmian stóp procentowych w USA. Obecnie w pełni wycenione są blisko dwa cięcia stóp, podczas gdy jeszcze niedawno kontrakty pochodne wskazywały na bardziej zdecydowane ruchy. Notowania amerykańskich 10-letnich obligacji przekroczyły poziom 4,80% w połowie stycznia, gdzie jeszcze w pierwszej części grudnia ubiegłego roku znajdowały się blisko 70 pb niżej.
- Duża podaż obligacji skarbowych nie stanowi na razie problemu dla Ministerstwa Finansów, jednak spready asset swap (zwłaszcza w sektorze 10-letnim) pozostają relatywnie szerokie.
- Oczekujemy, że obniżki stóp procentowych w drugiej połowie roku będą prowadziły do zejścia notowań na polskiej krzywej obligacji. W krótkim terminie widzimy rentowności 10-letnich papierów w okolicach 5,80%.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2023	2024											
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-3.5	3.0	3.2	-5.7	7.8	-1.6	0.0	5.3	-1.3	-0.5	4.7	-1.3	0.2
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-9.5	3.5	0.6	4.0	-1.9	-4.4	3.0	-2.9	-5.0	8.8	9.8	-5.4	-8.1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-5.2	2.5	3.8	-6.0	8.1	-1.6	-0.1	5.4	-1.4	-0.4	4.9	-1.7	-0.2
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	14.0	-6.2	-4.8	-13.4	-2.0	-6.5	-9.0	-1.3	-9.6	-9.0	-9.6	-9.3	-8.0
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-2.3	3.2	6.1	6.1	4.1	5.0	4.4	4.4	2.6	-3.0	1.3	3.1	1.9
Stopa bezrobocia (%)	5.1	5.4	5.4	5.3	5.1	5.0	4.9	5.0	5.0	5.0	4.9	5.0	5.1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.6
Ceny													
Inflacja (% r/r)	6.2	3.7	2.8	2.0	2.4	2.5	2.6	4.2	4.3	4.9	5.0	4.7	4.7
Inflacja (% m/m)	0.1	0.4	0.3	0.2	1.1	0.1	0.1	1.4	0.1	0.1	0.3	0.5	0.0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-6.9	-10.6	-10.0	-9.9	-8.5	-7.0	-5.8	-5.1	-5.5	-6.2	-5.1	-3.8	-2.6
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-1.4	-1.9	0.1	-0.5	0.3	-0.3	0.4	-0.4	-0.5	-0.3	0.5	0.2	-0.2
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	9.6	12.8	12.9	12.0	11.3	11.4	11.0	10.6	11.1	10.3	10.2	10.5	9.8
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-102	1575	1752	1239	658	-605	441	-649	-2494	-1133	1220	-521	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1159	1274	298	485	822	-1019	-454	-1304	-2246	-693	-571	-1646	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	24770	27433	27589	28760	28725	27023	27435	27313	25107	28186	30483	28371	-
Eksport (% r/r)	-6.3	-3.1	2.0	-8.7	8.1	-5.4	-6.7	5.3	-2.7	1.0	2.1	-4.7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	25929	26159	27291	28275	27903	28042	27889	28617	27353	28879	31054	30017	-
Import (% r/r)	-9.3	-4.1	2.1	-7.2	5.6	0.9	1.4	9.8	5.5	5.7	6.6	-0.4	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2023	2024											
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.5	7.7	7.4	6.6	7.4	8.0	8.4	8.3	7.8	6.5	7.8	8.7	9.3
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	11.5	11.3	10.9	10.2	10.4	10.6	10.8	10.9	10.2	8.7	10.1	10.4	10.2
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	8.7	5.1	2.3	1.9	2.2	2.7	2.3	0.9	1.4	-1.7	0.6	2.1	4.0
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	-2.2	-1.1	-0.6	-0.4	0.2	0.5	1.4	1.9	2.0	1.4	3.1	3.4	2.7
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-3.1	-4.1	-4.7	-2.2	-2.2	-1.4	-0.5	0.3	2.2	1.9	3.4	5.8	5.4
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	5.75	5.75	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)	5.75	5.77	5.76	5.76	5.76	5.75	5.75	5.76	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
WIBOR 3M (koniec okresu)	5.78	5.76	5.76	5.77	5.76	5.75	5.75	5.76	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	5.69	5.61	5.55	5.56	5.46	5.44	5.51	5.68	5.64	5.90	5.98	6.17	5.73
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.09	5.02	5.04	5.28	5.54	5.45	5.21	4.62	4.84	4.68	4.82	4.95	5.13
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	4.83	5.18	5.14	5.49	5.60	5.49	5.49	5.25	5.09	4.94	5.50	5.38	5.58
EUR/PLN (koniec okresu)	4.35	4.34	4.32	4.32	4.32	4.27	4.31	4.30	4.28	4.28	4.35	4.30	4.27
USD/PLN (koniec okresu)	3.94	4.01	3.98	4.01	4.03	3.94	4.03	3.97	3.86	3.82	4.01	4.08	4.10
EUR/USD (koniec okresu)	1.11	1.08	1.08	1.08	1.07	1.09	1.07	1.08	1.11	1.12	1.09	1.06	1.04
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	85.6	-13.7	7.8	24.5	39.9	53.1	69.9	82.8	88.7	107.3	129.8	141.8	-
Def. budżetowy skum. (% planu)*	126%	-20%	12%	36%	59%	78%	103%	122%	130%	158%	191%	209%	-

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	682	690	809	903	934	1010
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3594	3870	4117
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	24075	24964	27004
Populacja (mln)	38.4	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	5.2	6.8	5.8	5.2	5.1	4.9	5.0	5.1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.5	3.8	3.4
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.6	0.8	7.9	6.3
Konsumpcja (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.7	4.0	3.4	2.7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.0	3.5	2.9
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	1.2	4.3	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	3.5	5.1	5.4
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	3.6	2.7
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	4.1	3.1
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.4	8.4	6.5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	5.00	4.00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	5.01	4.13
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.20	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	4.12	4.05
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	4.14	4.08
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.32	4.33
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.31	4.33

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.3	-1.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.6	1.7	0.4	-0.3	-0.1
Saldo handlu zagranicznego	-5.5	9.2	-10.4	-26.9	7.3	1.7	-2.2	-1.5
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.3	427.1	464.5
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.6	429.3	466.0
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	48.5	54.3
Saldo dochodów pierwotnych	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-44.5	-49.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0.7	-6.9	-1.8	-3.5	-5.3	-5.8	-6.1	-4.9
Saldo pierwotne sektora	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.0	-3.4	-3.4	-2.2
Dług publiczny (Polska metodologia)	43.3	47.6	43.7	39.4	38.9	43.3	47.6	50.6

Prognozy długoterminowe

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.9	5.3	0.1	2.5	3.8	3.4	3.1
Inflacja CPI (% średnia)	5.1	14.3	11.5	3.6	4.1	3.1	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5.1	-2.6	1.7	0.4	-0.3	-0.1	-0.1
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	6.75	5.75	5.75	5.00	4.00	3.75
USD/PLN (Koniec okresu)	2.95	4.39	3.94	4.10	4.12	4.05	3.99
USD/PLN (Średnia)	3.01	4.45	4.20	3.98	4.14	4.08	4.01
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.69	4.35	4.27	4.32	4.33	4.34
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.69	4.54	4.31	4.31	4.33	4.33

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