

Inwestorzy polubili złotego

- Dobra passa złotego utrzymała się w minionym tygodniu. Kurs EUR/PLN w pewnym momencie obniżył się nawet poniżej poziomu 4,15, a w piątek ostatecznie zamknął się w okolicach 4,16. W sumie w ciągu trzech miesięcy polska waluta zyskała wobec euro ponad 4% i oscyluje obecnie na najsilniejszych poziomach od sześciu lat. Popularność złotego to przede wszystkim odzwierciedlenie optymizmu zagranicznych inwestorów odnośnie spodziewanego zakończenia wojny w Ukrainie, który przejawiał się również wzrostami na warszawskiej giełdzie. Co interesujące, optymizm ten wyraźnie kontrastuje ze zdecydowanie bardziej wstrzemięźliwą lub wręcz pesymistyczną oceną krajowych inwestorów i komentatorów.

- Ewentualne zakończenie wojny zapewne doprowadziłoby do znacznego wzrostu aktywności gospodarczej w Ukrainie, niemal niezależnie od warunków na jakich to porozumienie miałoby zostać podpisane. Zawieszenie broni dałoby podstawy do rozpoczęcia odbudowy zniszczonej gospodarki ukraińskiej, co powinno też mieć pośredni pozytywny wpływ na aktywność w sąsiadujących krajach, w tym w Polsce. Niemniej o ile wpływ ten może być zauważalny na poziomie mikro (szczególnie w przypadku firm otrzymujących kontrakty na odbudowę), na poziomie makro (dotyczącym całej gospodarki) efekty zapewne będą zdecydowanie mniejsze. W naszych scenariuszach zakładamy z tego tytułu mniej niż 0,2 pp dodatkowego wzrostu PKB rocznie, przy założeniu, że w sumie koszty odbudowy sięgną ok. 300 mld dolarów (wyłączamy terytoria pod kontrolą Rosji), z tego jedna trzecia przypadnie zagranicznym firmom, a ewentualne kontrakty będą przyznawane mniej więcej proporcjonalnie do zaangażowania poszczególnych krajów w pomoc dla Ukrainy. W tym kontekście entuzjastyczna reakcja rynkowa jest nieproporcjonalna w porównaniu z możliwymi skutkami ekonomicznymi.

- Co istotniejsze, naszym zdaniem trudno zignorować zagrożenia, które wiązałyby się z podpisaniem porozumień pokojowych na warunkach niekorzystnych dla Ukrainy. W przypadku braku przekonujących gwarancji bezpieczeństwa ze strony USA jedną z konsekwencji będzie trwale zwiększone wydatki zbrojeniowe w Polsce oraz innych krajach regionu (por. również strona 2). W praktyce oznacza to pogorszenie długoterminowej trajektorii fiskalnej i ryzyko wzrostu podatków w celu sfinansowania tych potrzeb. W sumie więc krótkoterminowe korzyści dla wzrostu związane z odbudową Ukrainy mogą z czasem zostać przyćmione przez negatywne konsekwencje długoterminowe.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

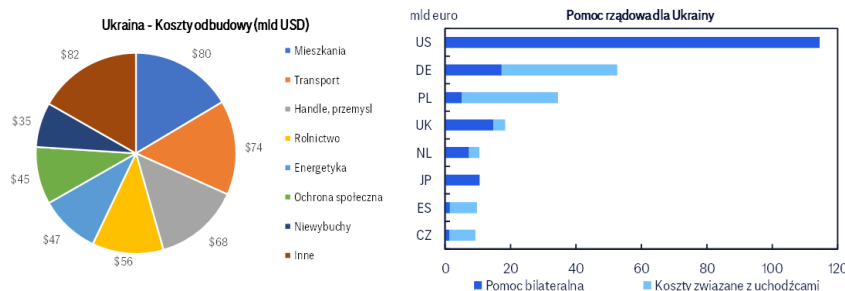
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

aleksandra.siuzdak@citi.com

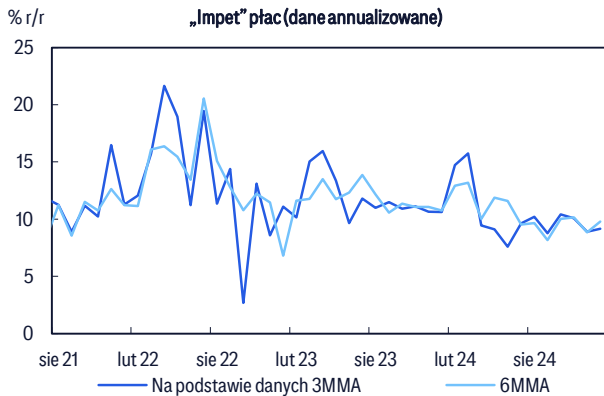
Wykres 1. Proporcjonalny udział w odbudowie zniszczeń w Ukrainie w relacji do udzielonej pomocy może nie przekraczać 0,2% polskiego PKB rocznie



Źródło: Bank Światowy, Kfw Kiel Inst., szacunki Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Płace hamują bardzo powoli

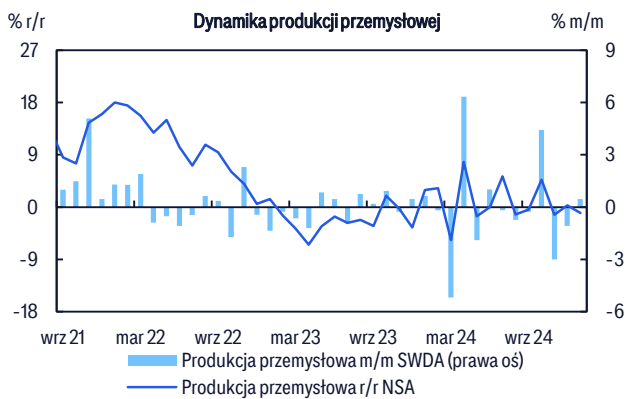


Źródło: Citi Handlowy, GUS

- W styczniu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się o 9,2% r/r wobec 9,8% r/r w grudniu. Mimo widocznego spowolnienia, wzrost płac w ujęciu miesięcznym po odsezonowaniu utrzymał się na poziomie bliskim 0,8%, wskazując na wciąż silny impet płac. Spodziewamy się że tempo wzrostu płac będzie się dalej stopniowo obniżać do poziomów 6%-7% w kolejnych miesiącach.

- Jeżeli chodzi o zatrudnienie, obniżyło się ono w styczniu o 0,9% r/r (vs. -0,6% r/r w grudniu), natomiast w ujęciu miesięcznym utrzymało się na tym samym poziomie, co w grudniu. Na styczniowy odczyt mogła wpłynąć coroczna aktualizacja próby przedsiębiorstw przez GUS, na której realizowane jest badanie.

Wykres 3. W produkcji jeszcze bez przetłumu

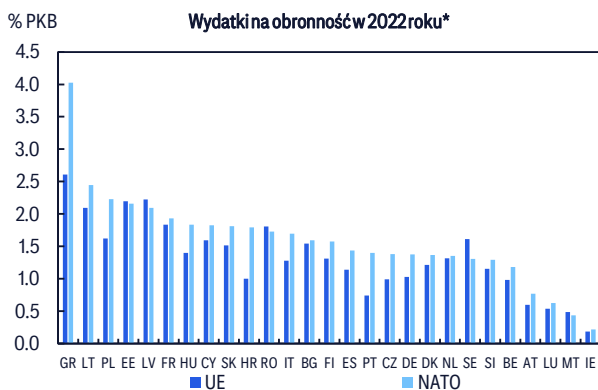


Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Produkcja przemysłowa w styczniu zmniejszyła się o 1% r/r (wobec wzrostu o 0,2% r/r w grudniu), co było wynikiem nieco lepszym od oczekiwań rynkowych na poziomie -1,4% r/r. Jeżeli chodzi o miesięczne (odsezonowane) ujęcie, produkcja zwiększyła się o 0,5%.

- Dostępne dane nie wskazują na jednoznaczne odwrócenie trendu po okresie stagnacji w sektorze przemysłowym. Czynnikiem, który wciąż najmocniej ciąży na kondycji przemysłu jest niski popyt zagraniczny. Naszym zdaniem większą rolę w poprawie aktywności przemysłowej w 2025 roku będą odgrywać sektory przemysłu nastawione na rynek krajowy. Napływ funduszy unijnych prawdopodobnie będzie wspierać odbicie w inwestycjach, zwiększając tym samym popyt na dobra inwestycyjne oraz materiały budowlane.

Wykres 4. UE dopuści większe wydatki na obronność



Źródło: Citi Handlowy, Eurostat, SIPRI

*Definicja wydatków obronnych różni się w statystykach NATO oraz UE. Szacunki NATO wskazują na ponad 4% PKB wydatków Polski na obronność w 2024 roku.

- Podczas przemówienia na Konferencji Bezpieczeństwa w Monachium przewodnicząca Komisji Europejskiej Ursula von der Leyen powiedziała, że zaproponuje uruchomienie klauzuli „nadzwyczajnych zdarzeń” Paktu Stabilności i Wzrostu UE, aby umożliwić Komisji mniej restrykcyjne podejście do wydatków na obronność podczas oceny przestrzegania przez państwa członkowskie unijnych reguł fiskalnych.

- Polska znajduje się w grupie ośmiu krajów, wobec których toczy się unijna procedura nadmiernego deficytu. Dane NATO pokazują, że polskie wydatki na obronność są najwyższe w ramach sojuszu w odniesieniu do krajowego PKB. Poluzowanie zasad związanych z wydatkami ograniczałoby presję na zmniejszenie innych wydatków, aby nie przekroczyć procedury nadmiernego deficytu. Średniookresowy plan budżetowo-strukturalny Polski zakładał, że deficyt fiskalny zejdzie poniżej unijnego limitu 3% PKB w 2028 roku.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
24 lut PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	I	--	9,2	9,3
25 lut WTOREK							
08:00	DE	PKB - odczyt finalny	% kw/kw	Q4	-0,2	-0,2	-0,2
09:00	CZ	Inflacja PPI	% r/r	I	--	--	2,8
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	I	--	5,4	5,1
14:00	HU	Decyzja MNB	%	II	6,5	--	6,5
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	II	104,4	103,3	104,1
26 lut ŚRODA							
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	I	0,670	0,675	0,698
27 lut CZWARTEK							
10:00	PL	PKB	% r/r	Q4	3,2	--	2,7
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	I	1,9	1,7	-2,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	220	--	219
14:30	USA	PKB - drugi odczyt	% kw/kw	Q4	2,3	2,3	2,3
28 lut PIĄTEK							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	0,6	0	-1,1
08:30	HU	Inflacja PPI	% r/r	I	--	--	9
09:00	CZ	PKB - odczyt finalny	% r/r	Q4	1,6	--	1,4
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	II	2,4	2,3	2,3
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	I	0,2	0,3	0,3
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	I	0,2	0,3	0,2
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	I	-0,2	--	0,4
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	I	0,5	0,3	0,4

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	682	690	809	907	962	1030
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3610	3887	4135
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	24182	25726	27533
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	2,9	3,8	3,4
Inwestycje (% r/r)	6,2	-2,3	1,5	1,7	12,6	1,3	7,9	6,3
Spożycie ogółem (% 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	3,1	3,5	2,9
Eksport (% r/r)	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,7	1,0	4,3	5,8
Import (% r/r)	3,2	-2,4	16,3	6,8	-1,5	3,5	5,1	5,4
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	4,7	4,0	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,6	4,5	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-letnich	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	4,01	4,02
USD/PLN (Średnia)	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	3,98	4,04	4,01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,27	4,25	4,29
EUR/PLN (Średnia)	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,31	4,23	4,28
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,4	-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	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-42,0	-44,5	-49,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,7	-6,9	-1,8	-3,5	-5,3	-5,8	-6,1	-4,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	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

Źródło: Dane GUS, NBP, Reuters; Prognozy Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej
+48 (22) 692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista
+48 (22) 657-7750
arkadiusz.trzciolok@citi.com

Aleksandra Siuzdak

Stażystka
aleksandra.siuzdak@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

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 jedynego 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 tożsamy 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,