

CitiMonthly

Na wznoszącej

- **Najgorsze za nami?** – Gospodarka wyraźnie odbiła się od dołka aktywności i jeżeli nie pojawią się jakieś zewnętrzne szoki przyszlóroczny wzrost ma szanse wyraźnie przekroczyć oczekiwania rynkowe. Przy dwucyfrowym *realnym* wzroście płacy minimalnej, wciąż luźnej polityce fiskalnej i niecierpliwym konsumencie, wzrost gospodarczy w 2024 roku może sięgnąć 3,5%.
- **Szczyt inflacji na horyzoncie** – Presja inflacyjna hamuje na skutek dotychczasowego, lecz już przemijającego, spowolnienia. W najbliższym czasie to co się stanie z inflacją CPI będzie w większym stopniu zależało od hojności polityki fiskalnej (poprzez zmiany tarcz) niż od zmian popytu krajowego. Scenariusz w którym inflacja notuje dołek poniżej 4% na początku roku, a potem zaczyna rosnać wydaje się nie tylko możliwy, ale i prawdopodobny.
- **Polityka gospodarcza** – Dokładny kształt przyszłej polityki fiskalnej jest na tym etapie – przed uformowaniem nowego rządu – wysoce niepewny. Niemniej jedno wydaje się jasne - w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy nie należy spodziewać się istotnego zacieśnienia fiskalnego. Spadająca inflacja i obniżki stóp przez największe banki centralne mogą pozwolić RPP na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. Ryzyko widzimy po stronie wolniejszych cięć niż zakładają oczekiwania rynkowe.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciołek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mrocza

zuzanna.mrocza@citi.com

Tabela 1. Prognozy makroekonomiczne Citi Handlowy (koniec okresu)

	III kw.23R	IV kw.23P	I kw.24P	II kw.24P	III kw.24P	IV kw.24P
PKB (% r/r, śr.)	0,5	2,6	3,4	3,9	3,2	3,4
Inwestycje (% r/r, śr.)	7,2	8,0	6,9	2,5	1,5	0,0
Konsumpcja prywatna (% r/r, śr.)	0,8	4,3	6,4	6,7	4,7	4,5
Inflacja (% r/r, średnia)	9,7	6,5	4,4	3,7	4,9	5,1
Stopa bezrobocia (%)	5,0	5,2	5,5	5,1	5,1	5,4
Stopa ref. NBP (%)	6,00	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25
EURUSD	1,06	1,11	1,08	1,04	1,03	1,05
Stopa Fed (%)	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50
Stopa refinansowa EBC (%)	4,50	4,50	4,50	4,25	3,75	3,50

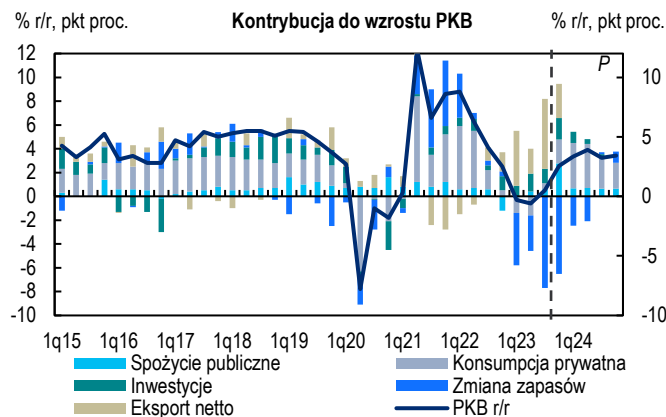
Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy składowych PKB i inflacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 11.12.2023 r.; R – realizacja, P-prognoza

Perspektywy na 2024 r.

Ożywienie nabiera tempa

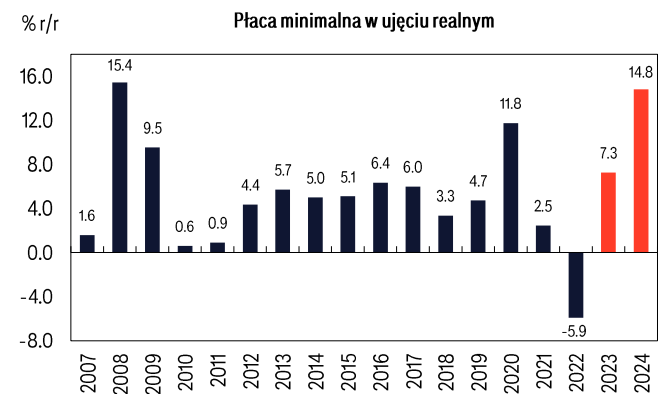
Zgodnie z oczekiwaniami 2023 rok przyniósł bardzo wyraźne wyhamowanie PKB. Na podstawie dostępnych danych można szacować, że w całym mijającym roku wzrost gospodarczy wyniósł około 0,6% r/r. Jeszcze rok temu spodziewaliśmy się, że „dołek” aktywności zostanie odnotowany w I kwartale, a w rzeczywistości nastąpiło to kwartał później. O ile jednak sama dynamika PKB w 2023 roku nie była dużym zaskoczeniem, strukturę wzrostu można uznać za niespodziankę - w szczególności dotyczy to wyjątkowej odporności inwestycji, które zauważalnie rosły w trakcie roku (zmiany w zapasach i eksporcie netto pomijamy, bo więcej tam szumu niż sygnału).

Wykres 1. Spodziewamy się wyraźnego odbicia wzrostu gospodarczego



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Dynamiczny wzrost realnej płacy minimalnej zapowiada silną konsumpcję



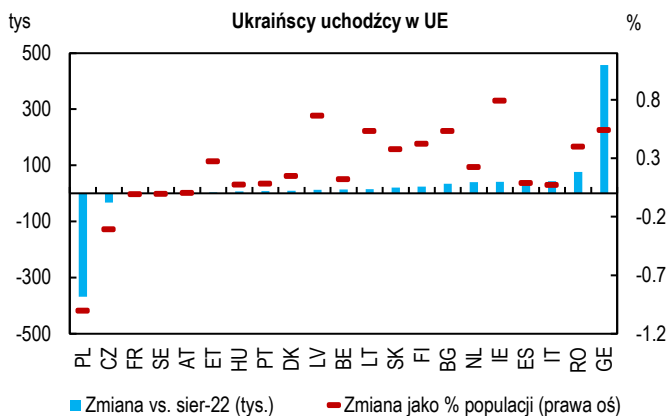
Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Jeżeli chodzi o wyniki gospodarki w nadchodzącym roku, nasze prognozy są bardziej optymistyczne niż konsensus rynkowy. O ile średnia z prognoz w ankiecie agencji Bloomberg wskazuje na 2,8% wzrost PKB w 2024 roku, nasze szacunki wskazują raczej na wzrost w okolicach 3,5%. Wzrost płac realnych w całym przyszłym roku może oscylować wokół nawet 6%, a w przypadku pracowników otrzymujących minimalne wynagrodzenie realny wzrost może okazać się dwucyfrowy. Wbrew pozorom ten fakt może mieć duże znaczenie, bo według rządowych szacunków w 2022 roku najniższe wynagrodzenie pobierało około 3,6 mln osób, a więc mniej więcej co piąty pracownik (obecnie ten odsetek może wynieść 25-30%). Biorąc pod uwagę najprawdopodobniej wysoką skłonność do konsumpcji w tej grupie dochodowej, naszym zdaniem konsumpcja może wzrosnąć w przyszłym roku o ponad 5%.

W przypadku inwestycji przyszłoroczny wzrost zapewne będzie niższy niż w 2023 roku, między innymi ze względu na wygasanie impulsu związanego z wyborami samorządowymi (zaplanowanymi na wiosnę 2024 r.). Również zakończenie inwestycji finansowanych z poprzedniej perspektywy budżetowej UE zapewne przyczyni się do osłabienia dynamiki nakładów w nowym roku. W sumie efekt ten może być częściowo łagodzony przez pierwsze środki z KPO, ale nie spodziewamy się tutaj nadzwyczajnych wyników.

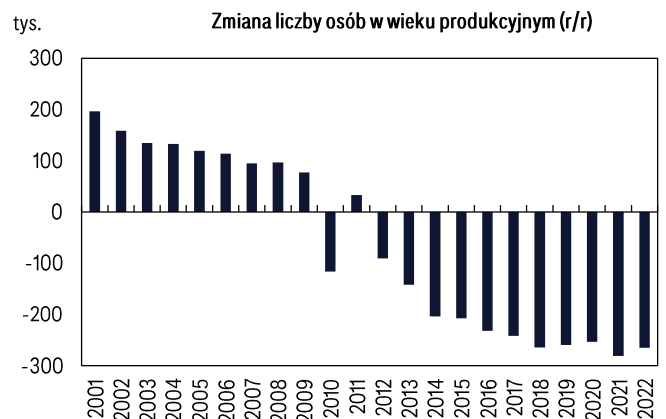
Patrząc na impulsy pro-wzrostowe, trudno nie zauważyć łagodnej polityki fiskalnej. Odchodzący rząd przyjął projekt budżetu, który według naszych szacunków implikuje przyszłoroczny deficyt na poziomie bliskim 5% PKB. Do tego należy doliczyć wydatki/cięcia podatków, które wprowadzi w życie nowy rząd. W tym zakresie utrzymuje się duża niepewność co do ostatecznego kształtu budżetu, ale na podstawie wypowiedzi przedstawicieli nowej większości kierunek zmian wydaje się jasny. W naszym scenariuszu przyjmujemy dosyć arbitralnie, że w samym 2024 roku zrealizowana będzie mniej więcej jedna trzecia (licząc na podstawie kosztów) propozycji przedwyborczych. W rezultacie oznaczałoby to deficyt na poziomie około 5,8% w całym 2024 roku, a więc podobnie luźną politykę fiskalną jak w 2023 roku.

Wykres 3. Odływ uchodźców będzie negatywnie wpływał na potencjalne tempo wzrostu polskiej gospodarki...



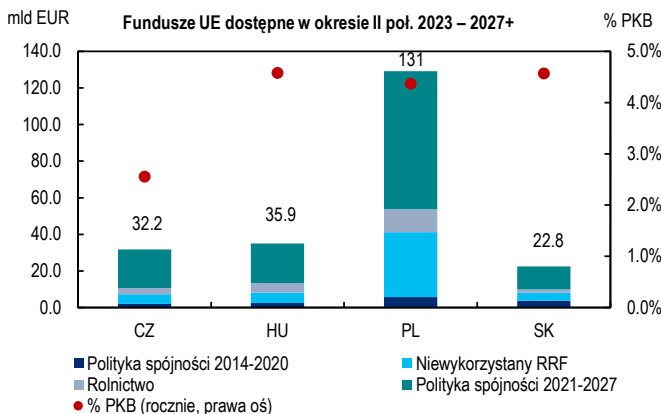
Źródło: Dane Eurostat, szacunki Citi Handlowy

Wykres 4. ... tym bardziej, że zmiana ta nakłada się na systematyczny spadek osób w wieku produkcyjnym o 200-300 tys. rocznie



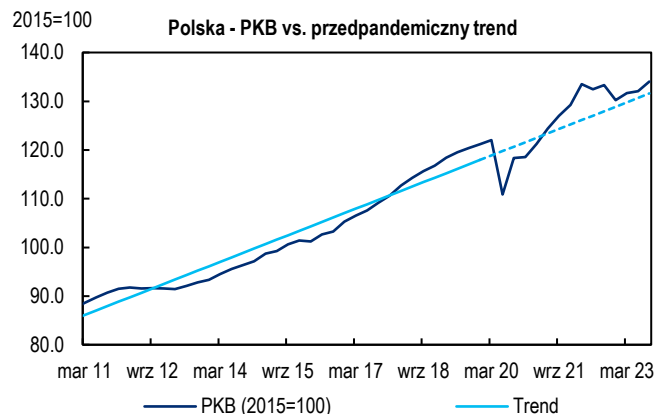
Źródło: Eurostat (dane dotyczą grupy 15-64 lata)

Wykres 5. Tempo napływu funduszy unijnych zdecyduje o skali wzrostu inwestycji



Źródło: Komisja Europejska, Citi Handlowy

Wykres 6. Pomimo rocznej recesji/stagnacji PKB pozostaje powyżej przedpandemicznego trendu



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Eurostat

Nasza prognoza przyszłorocznego wzrostu na poziomie 3,5% jest nie tylko wyższa od konsensusu rynkowego, lecz również od poziomu, który uznajemy za neutralny dla inflacji. Historycznie polska gospodarka rosła w trendzie niemal czteroprocentowym i na tym tle nasza prognoza może wydawać się niska. Jednak ostatnie lata (COVID, odływ migrantów, znaczny wzrost wydatków na obronność) najprawdopodobniej doprowadziły do obniżenia potencjalnego tempa wzrostu w kraju. W związku z tym spodziewamy się, że oczekiwane ożywienie gospodarcze okaże się na tyle

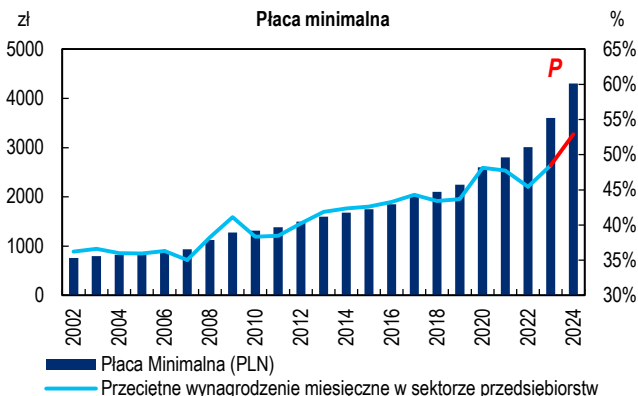
wysokie, aby wyhamować dotychczasowy szybki trend dezinflacyjny. Tym bardziej, że już w samym punkcie startowym (III kw. 2023 r.) polski PKB wydaje się pozostawać wciąż powyżej przedpandemicznego trendu, pomimo rocznej recesji/stagnacji.

Stabilizacja na rynku pracy

W 2023 roku byliśmy świadkami stopniowej stabilizacji na rynku pracy. Liczba zatrudnionych pracowników w ciągu pierwszych dziesięciu miesięcy wzrosła średnio o ok. 0,3% r/r, głównie na skutek bardzo dobrego rozpoczęcia roku, jednakże od kilku miesięcy zatrudnienie w ujęciu rocznym nie ulega większym zmianom. Patrząc jednak na dane bezwzględne, od stycznia do października zatrudnienie zmniejszyło się o ok. 36 tys. etatów. Naszym zdaniem wraz z nadchodzącym ożywieniem gospodarczym powinien nastąpić wzrost zapotrzebowania na pracę, jednak ograniczenia podażowe (spadek liczby aktywnych zawodowo, odpływ uchodźców) mogą uniemożliwić znaczne wzrosty zatrudnienia. W ostatnich miesiącach stabilizacji uległo również bezrobocie, którego stopa od początku trzeciego kwartału utrzymuje się na historycznie niskim poziomie wynoszącym 5%. Uważamy, że stopa bezrobocia w najbliższym czasie nie powinna ulec znaczącym zmianom.

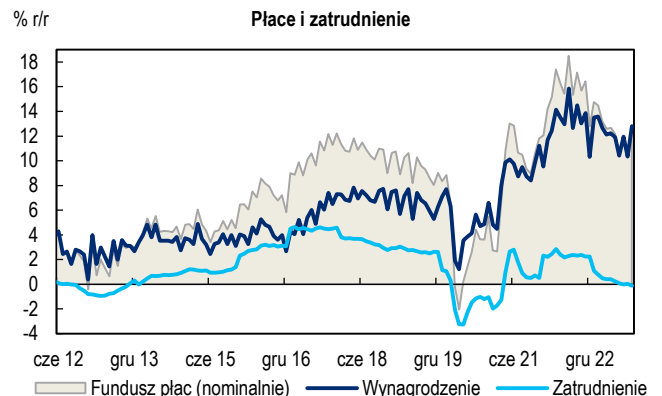
W trakcie roku z kwartału na kwartał dochodziło do spowolnienia dynamiki wynagrodzeń nominalnych, która jednak niezmiennie od stycznia przewyższała 10% rocznie, co w przy spadającej inflacji poskutkowało wzrostem wynagrodzeń realnych w drugiej połowie 2023 roku.

Wykres 7. Płaca minimalna na początku przyszłego roku wzrośnie do 4242 zł, a w drugiej połowie roku do 4300 zł



Źródło: GUS, Haver, Citi Handlowy

Wykres 8. W 2023 roku dynamika płac nie zeszła poniżej dwucyfrowego poziomu pomimo zastój zatrudnienia



Źródło: GUS, Haver, Citi Handlowy

Biorąc pod uwagę zatrudnienie oraz wzrost wynagrodzeń, dotychczasowa sytuacja prezentuje się najlepiej w takich sektorach jak: górnictwo i wydobywanie, zakwaterowanie i gastronomia, transport i gospodarka magazynowa oraz sektor energetyczny. W nieco słabszej kondycji znajduje się jednak sektor budowlany, w którym odnotowywano jedno z najgłębszych spadków w zatrudnieniu oraz najwolniejszy spośród wszystkich sektorów wzrost wynagrodzeń.

Wynagrodzenia nie ustępują

Pomimo utrzymywania się wysokiej dynamiki płac w pierwszych trzech kwartałach 2023 roku, najnowszy raport NBP o sytuacji przedsiębiorstw wskazuje na stopniowe obniżanie się presji płacowej. Według przeprowadzonej ankiety występowanie presji płacowej sygnalizuje 73% przedsiębiorstw (-3 pp. kw/kw), a ok. 38% planuje podnieść wynagrodzenia w najbliższym czasie (-5,5 pp. kw/kw). Oba te wyniki są jednak nadal powyżej ich długookresowych średnich, odpowiednio 61% oraz 27,4%.

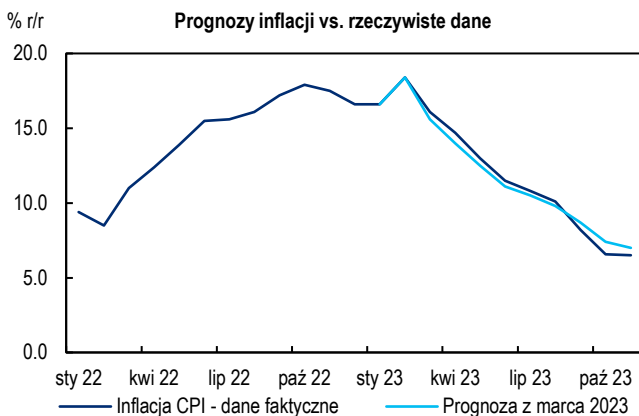
Oczekujemy, że nominalna dynamika wynagrodzeń w 2024 r. nadal będzie utrzymywać się na wysokim poziomie. W przyszłym roku spodziewamy się wzrostu płac o ok. 10,5% r/r, a więc w tempie przekraczającym wzrosty cen. Wysoki wzrost wynagrodzeń będzie wynikiem zaplanowanego podniesienia płacy minimalnej w 2024 roku o prawie 20% r/r, które wywrze presję na podwyżki całej siatki płac, podnosząc tym samym koszty pracy.

Inflacja wciąż zbyt wysoka, ale odpuszcza

Jedną z miejskich legend w dyskusji ekonomicznej mijającego roku była opowieść o tym, że inflacja spadała znacznie szybciej niż zakładali ekonomiści. Niewątpliwie spadki inflacji zachodziły szybko, ale nie różniły się nadmiernie od tego, czego spodziewano się na początku roku. Wykres 9 pokazuje zestawienie ścieżki rzeczywistej odnotowanej inflacji z naszymi prognozami z marca br. (jako punkt startowy wybraliśmy marzec, aby porównywać jabłka do jabłek - dopiero w marcu publikowany jest zestaw wag inflacyjnych). W sumie porównanie to pokazuje, że ścieżki rzeczywistej i przewidywanej inflacji praktycznie pokrywają się, a przez znaczną część roku inflacja CPI była wręcz wyższa od pierwotnie prognozowanej. Odwrócenie tej relacji nastąpiło dopiero we wrześniu, między innymi po wprowadzeniu w okresie przedwyborczym darmowych leków dla dzieci i seniorów.

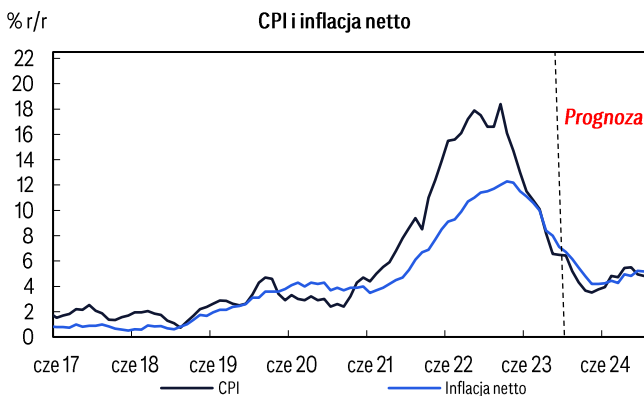
Próby przewidywania inflacji w 2024 roku sprowadzają się w dużym stopniu do przewidywania hojności budżetu. O tym, gdzie dokładnie znajdzie się wskaźnik CPI zadecyduje bowiem skala mrożenia cen energii oraz podwyżki VAT. Biorąc pod uwagę deklaracje przedstawicieli większości parlamentarnej, w naszym bazowym scenariuszu obecnie zakładamy podwyżkę VAT na żywność do 5% (z 0%), brak zmian cen gazu oraz zamrożenie cen energii elektrycznej na pierwsze sześć miesięcy roku (a następnie ich wzrost o 15% w połowie 2024 i 30% w 2025 roku). Pomoże to obniżyć inflację CPI w porównaniu z naszymi dotychczasowymi prognozami. Nie przywiązujemy się jednak do tych założeń, ponieważ skala mrożenia cen stanie się jasna dopiero po ukonstytuowaniu się nowego rządu. Jeżeli na przykład nowy rząd podtrzyma proponowany zerowy VAT na żywność również w I kwartale 2024 roku, odejście to od naszej ścieżki inflacji w I kwartale około 0,9 pp, ale ta sama wielkość zostanie z powrotem „dodana” do inflacji w kwietniu.

Wykres 9. Spadek inflacji w trakcie 2023 r. wcale nie był znacznie szybszy od prognoz...



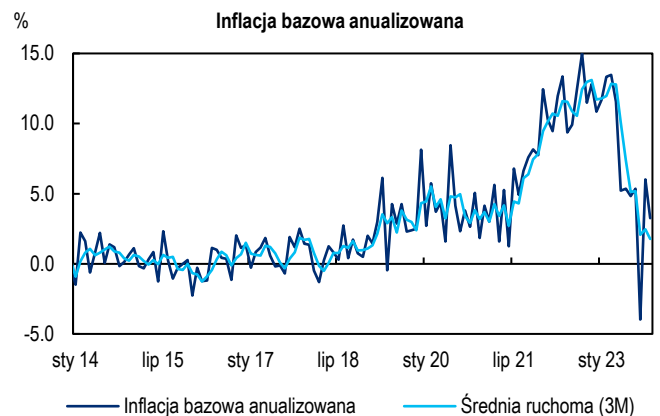
Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Wykres 11. Zamrożenie cen energii w I połowie roku pomoże wyraźnie obniżyć ścieżkę inflacji, jednak oznacza to wzrosty CPI pod koniec roku



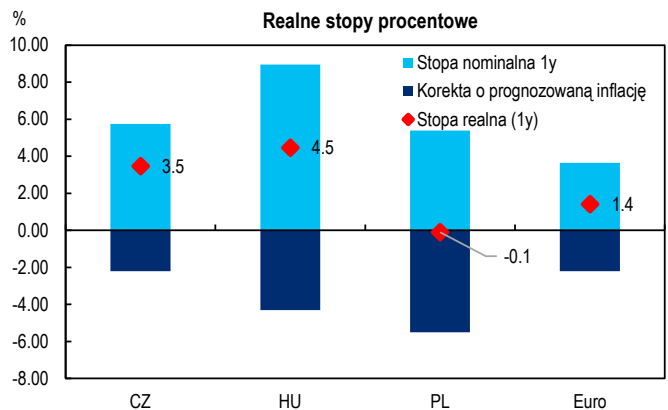
Źródło: Prognozy Citi Handlowy, dane GUS, NBP

Wykres 10. ... ale trzeba docenić skalę wyhamowania inflacji bazowej w ostatnich miesiącach



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane NBP

Wykres 12. Pomimo spodziewanego spadku inflacji, stopy realne w Polsce są znacznie niższe niż w regionie



Źródło: Dane Bloomberg, szacunki Citi Handlowy

Inflacja bazowa również w ostatnim czasie wyhamowała, jednak przyszłość wydaje się mniej jednoznaczna. Spoglądając na wzrosty cen bazowych w ujęciu miesięcznym (po wyeliminowaniu wpływu naturalnych wahań sezonowych) obecny trend inflacji wydaje się oscylować w okolicach 3-4% r/r. Jest to znacznie mniej niż dwucyfrowe wzrosty z pierwszej połowy roku, a szczególnie wyraźne tąpnięcie odnotowano w ostatnich trzech miesiącach. Umocnienie złotego, spadek inflacji w strefie euro oraz roczny okres słabego popytu krajowego odegrały zapewne dużą rolę. W krótkim horyzoncie echa recesji mogą wciąż ciążyć na wskaźniku inflacji bazowej. Spodziewane ożywienie gospodarcze, dotychczasowe obniżki stóp procentowych, stymulacja fiskalna oraz dwudziestoprocentowe wzrosty płacy minimalnej (plus podwyżki w sektorze publicznym) nie będą ułatwiać szybkiego powrotu inflacji do akceptowalnych poziomów. Wyplaszczanie trendu spadkowego inflacji bazowej, a następnie nawet jej ponowny wzrost w drugiej połowie 2024 roku wydają się możliwym scenariuszem

Podsumowując, w przypadku wskaźnika CPI spodziewamy się jego spadku do około 3,6% w kwietniu, a następnie jego odbicia w pobliżu 5% pod koniec przyszłego roku. Ponieważ inflacja wraca z poziomów stratosferycznych, jej spadek do 5% lub nawet 4% może wydawać się sukcesem. Jednak średnioroczna inflacja znacznie przekraczała poziom

celu CPI przez ostatnie cztery lata, a nasze szacunki sugerują, że ten okres może się wydłużyć nawet do sześciu lat.

Polityka pieniężna

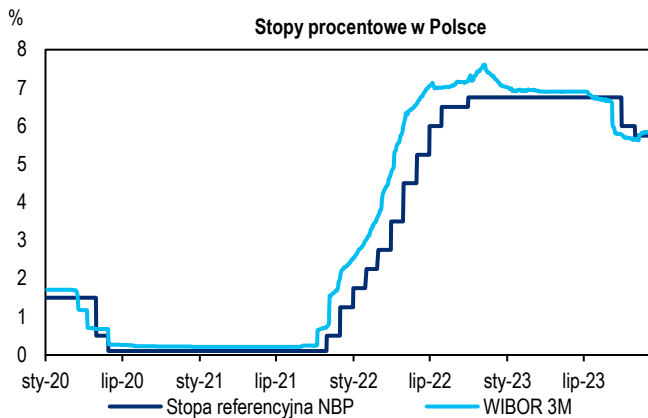
W 2023 roku Rada Polityki Pieniężnej rozpoczęła cykl obniżek stóp procentowych w odpowiedzi na silny spadek wskaźnika inflacji. Jednak po dwóch ruchach, które obniżyły stopę referencyjną łącznie o 100 pb do 5,75%, nastąpiła przerwa. Wciąż oczekujemy, że bardziej prawdopodobnym ruchem ze strony RPP jest obniżka stóp niż ich podwyżka, jednak odległa perspektywa osiągnięcia celu inflacyjnego (2,5% +/- 1 pp) będzie wywierała istotny wpływ na kształt polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach.

Władze monetarne sygnalizują również, że decyzje o stopach procentowych będą uzależnione od polityki gospodarczej prowadzonej przez kolejny rząd. Istotne w tym kontekście będą działania osłonowe (VAT na żywność, mrożenie cen energii) wpływającej na poziom inflacji nie tylko w nadchodzącym roku, ale też kolejnych latach. Ponadto zwiększenie wydatków fiskalnych pobudzające konsumpcję mogłoby przyczynić się do wyhamowania procesu dezinflacji.

Członkowie Rady sygnalizują w wypowiedziach, że prawdopodobnie co najmniej do marca przyszłego roku, kiedy NBP opublikuje nowe projekcje makroekonomiczne, stopy procentowe w Polsce nie ulegną zmianie. W bazowym scenariuszu zakładamy, że przerwa w cyklu potrwa jeszcze dłużej, a kolejna obniżka stopy referencyjnej zostanie dokonana w lipcu, przy okazji publikacji raportu o inflacji. Zakładamy, że w całym 2024 r. skala łagodzenia polityki pieniężnej wyniesie 50 pb, a ryzyko widzimy po stronie mniejszych obniżek lub nawet ich braku. Na tle bieżącej rynkowej wyceny nasz scenariusz wygląda jastrzębio, gdyż implikowana w kontraktach FRA skala dostosowania stóp NBP wynosi około 150 pb w dół.

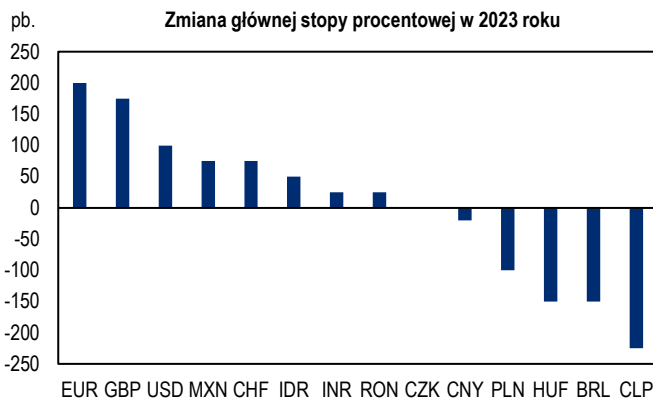
W trakcie 2023 roku obserwowaliśmy przeciwne kierunki działań banków centralnych na rynkach wschodzących i rozwiniętych. NBP nie był jedynym bankiem z krajów EM, który zdecydował się na obniżkę stóp, a podobne działania były podejmowane również w innych krajach z Europy Środkowo-Wschodniej, Ameryki Południowej czy Azji. Z kolei główne banki centralne jak amerykańska Rezerwa Federalna czy Europejski Bank Centralny zacieśniały politykę pieniężną. Oczekujemy, że w trakcie zbliżających się dwunastu miesięcy kierunki w działaniach w polityce pieniężnej banków zarówno EM jak i DM będą zmierzały w tą samą stronę. Uważamy, że Fed oraz EBC zakończyły zacieśnianie warunków monetarnych, a spadki inflacji oraz obniżenie aktywności gospodarczej spowodują, że w połowie przyszłego roku możliwe będą rozważania na temat luzowania polityki monetarnej.

Wykres 13. Po silnym starcie cyklu obniżek stóp procentowych, RPP sygnalizuje możliwy brak obniżek stóp co najmniej do marca 2024 r...



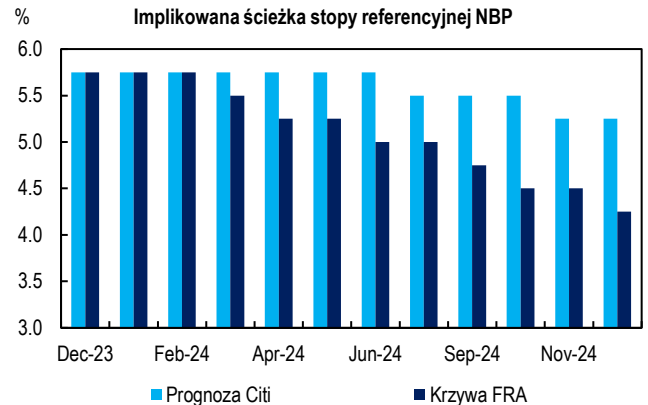
Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 15. Podczas gdy banki centralne z rynków wschodzących rozpoczęły obniżki stóp procentowych, na rynkach rozwiniętych przeważały podwyżki stóp...



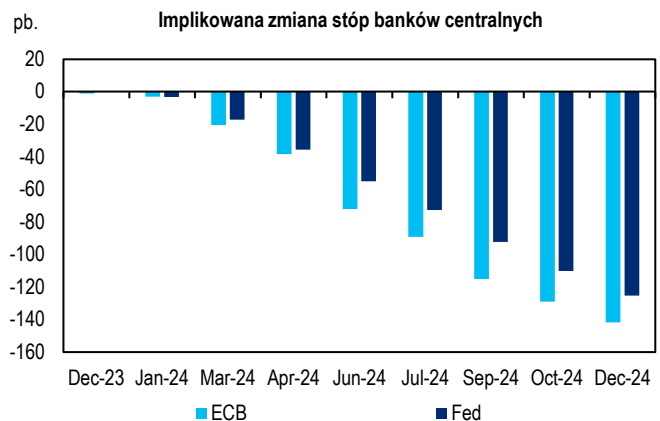
Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv, Haver Analytics

Wykres 14. ...zakładamy powrót obniżek stóp w lipcu, a łączna skala w całym roku to 50 pb wobec 150 pb implikowanych z krzywej FRA



Źródło: Refinitiv, prognozy Citi Handlowy

Wykres 16. ...jednak w przyszłym roku rynkowe oczekiwania wskazują, że cykl obniżek stóp procentowych rozpocznie się również w przypadku krajów bazowych

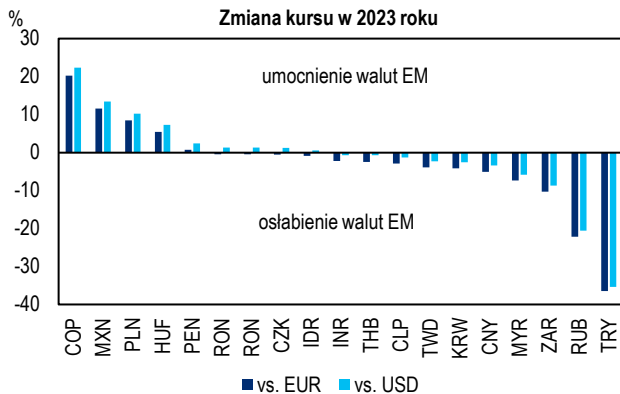


Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

Rynek walutowy

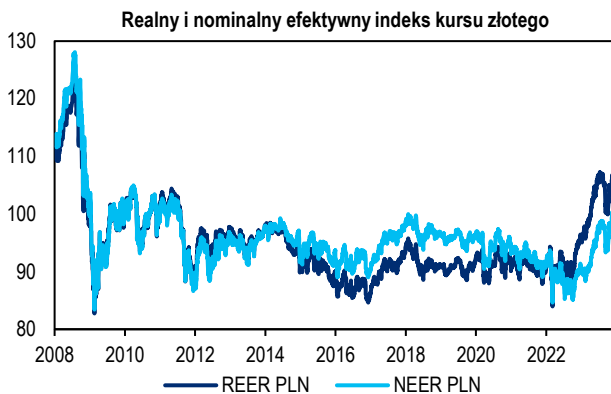
Kursy EUR/PLN oraz USD/PLN spadły odpowiednio o ponad 30 groszy i blisko 40 groszy od końca 2022 roku. Pomimo przejściowej słabości złotego wynikającej z nadspodziewanie silnego łagodzenia polityki pieniężnej na początku cyklu (o 75 pb), czynnikiem który zauważalnie przyczynił się do wzmocnienia polskiej waluty były oczekiwania napływu środków finansowych z Unii Europejskiej po ogłoszeniu wyników wyborów parlamentarnych w Polsce. Ponadto złotemu jak i innym walutom rynków wschodzących pomagało osłabienie dolara przy braku silniejszej awersji wobec aktywów ryzykownych.

Wykres 17. Złoty należał do najsłabszych walut z grupy rynków wschodzących w mijającym roku



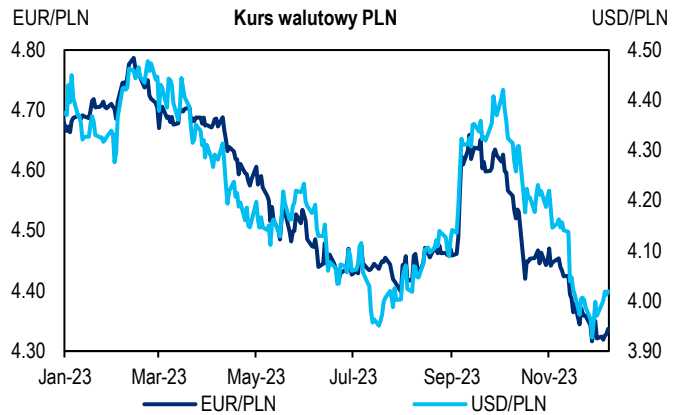
Źródło: Refinitiv, Citi Handlowy

Wykres 19. Złoty umocnił się zdecydowanie zarówno w ujęciu nominalnym jak i realnym...



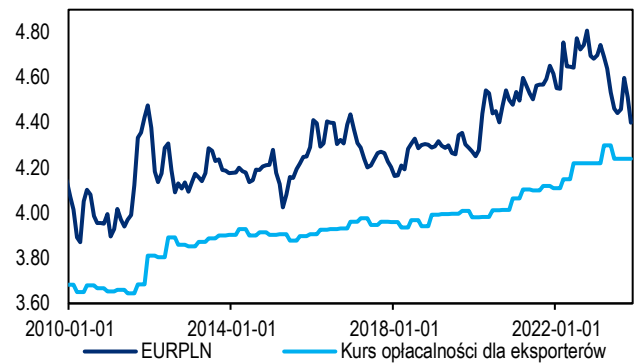
Źródło: Refinitiv, Citi Handlowy

Wykres 18. Złoty umacniał się przez większość roku w relacji do euro i dolara, z krótką przerwą po zaskakującej decyzji RPP we wrześniu



Źródło: Refinitiv, Citi Handlowy

Wykres 20. ...a bieżący kurs złotego zbliżył się do poziomu opłacalności dla eksporterów



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Sądzymy, że w krótkim terminie przestrzeń do umocnienia złotego w relacji do euro się wyczerpuje, choć widzimy pole do zejścia kursu EUR/PLN w okolice 4,30, a USD/PLN do 3,90. Z jednej strony rynkowy optymizm wobec złotego może się jeszcze nasilić, kiedy zaległe środki unijne zaczną do Polski wreszcie płynąć. Z drugiej strony tempo napływu środków może okazać się rozczarowujące. Prefinansowanie programów transformacji energetycznej ze środków REPowerEU nie wymaga wypełnienia kamieni milowych, których osiągnięcie będzie konieczne do uwolnienia reszty pieniędzy pochodzących z funduszu RRF, które Polska uzgodniła z Komisją Europejską w KPO.

Ponadto, pomimo pozytywnego wpływu na wzrost PKB, wsparcie dla złotego z tytułu większego napływu środków unijnych może być ograniczone. W 2022 roku Ministerstwo Finansów zwiększyło skalę wymiany posiadanych środków walutowych bezpośrednio na rynku, zamiast transakcji z NBP. Nasze szacunki wskazują, że takie działania mogły być też podejmowane w 2023 r., jednak głównie w jego pierwszej połowie co miało ograniczać potencjał do przeceny polskiej waluty. Aktywność MF na rynku walutowym będzie uzależniona również od tempa w jakim napływać będą środki z regularnej perspektywy budżetowej UE, oraz prowadzonej przez Ministerstwo polityki emisji długu w walutach obcych.

Dalsze umocnienie złotego może jednak wcale nie być pożądane przez władze z gospodarczego punktu widzenia. W ujęciu nominalnym złoty jest najmocniejszy od lipca 2011 roku, a w ujęciu realnym (po uwzględnieniu inflacji CPI) ostatnio tak mocny był w październiku 2008 roku. Notowania złotego pozostają istotne dla eksporterów, gdzie nadmierny wzrost wartości waluty może wpływać na rentowność sprzedaży za granicą. Ostatnie badania NBP wskazują, że kurs opłacalności dla eksporterów to 4,24 w przypadku EUR/PLN oraz 3,91 dla USD/PLN

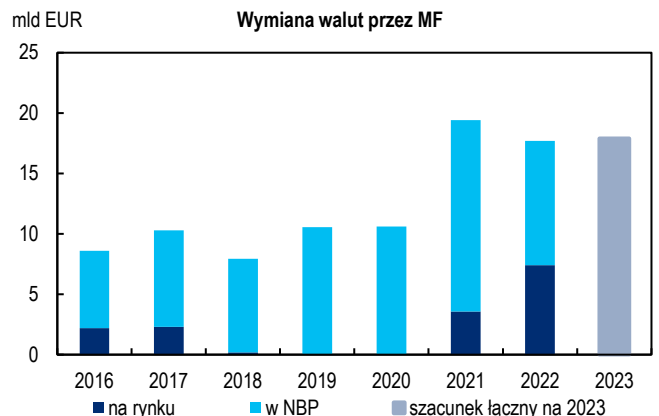
W perspektywie końca roku zakładamy, że kurs EUR/PLN wzrośnie w pobliże poziomu 4,50, a para USD/PLN w okolice 4,30. Przez większą część tego roku Polska notowała nadwyżki na rachunku obrotów bieżących (C/A), gdzie w kroczącym ujęciu ostatnich 12 miesięcy przestały być notowane deficyty. Oczekujemy, że nadwyżka na rachunku C/A ponownie przesunie się w stronę deficytu w 2024 roku, co w perspektywie całego roku będzie tworzyło środowisko do lekkiego osłabienia polskiej waluty. Ponadto zakładamy, że w większym stopniu z problemami gospodarczymi będzie mierzyła się strefa euro niż USA i wymusi to szybszy start obniżek stóp procentowych przez EBC wobec Fedu, co ostatecznie będzie wspierało umocnienie dolara wobec euro.

Wykres 21. Powrót do nadwyżki na rachunku obrotów bieżących stanowił wsparcie dla notowań polskiej waluty



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 22. Środki płynące z UE mogą być wymieniane na rynku zamiast w NBP w celu wsparcia kursu złotego



Źródło: Ministerstwo Finansów, NBP, szacunki Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 2. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2022			2023									
	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	6.6	4.4	0.9	1.8	-1.0	-3.1	-6.0	-2.8	-1.1	-2.3	-1.9	-3.3	1.7
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-0.9	2.8	-6.4	-3.2	0.6	14.0	-14.4	4.7	1.5	-8.1	1.2	8.2	4.2
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	9.2	6.5	3.4	2.9	-0.8	-0.4	-5.4	-2.2	-0.3	-2.1	-2.0	-3.9	0.3
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	3.9	4.0	-0.9	2.0	6.6	-1.6	1.1	-0.6	1.6	1.1	3.5	11.5	9.8
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	0.7	1.6	0.2	0.1	-5.0	-7.3	-7.3	-6.8	-4.7	-4.0	-2.7	-0.3	2.8
Stopa bezrobocia (%)	5.1	5.1	5.2	5.5	5.6	5.4	5.3	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2.4	2.2	2.2	1.1	0.8	0.5	0.4	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1
Ceny													
Inflacja (% r/r)	17.9	17.5	16.6	16.6	18.4	16.1	14.7	13.0	11.5	10.8	10.1	8.2	6.6
Inflacja (% m/m)	1.8	0.7	0.1	2.5	1.2	1.1	0.7	0.0	0.0	-0.2	0.0	-0.4	0.3
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	23.1	21.1	20.5	20.1	18.2	10.3	6.2	2.8	0.3	-2.1	-2.9	-2.7	-4.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.9	-0.3	0.6	2.1	-0.5	-0.6	-1.3	-1.9	-0.8	-1.1	-0.1	0.3	-0.5
Place - sektor przedsiębior. (% r/r)	13.0	13.9	10.3	13.5	13.6	12.6	12.1	12.2	11.9	10.4	11.9	10.3	12.8
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	747	-748	-1722	2246	1467	1372	-330	491	1049	-62	-299	394	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1767	-1693	-2208	1557	643	863	398	998	1534	319	340	801	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	29227	30391	26392	28306	27041	31316	26393	28319	28586	25807	25674	27517	-
Eksport (% r/r)	27.4	22.0	11.6	19.2	14.8	16.1	1.5	3.8	3.5	0.2	-2.3	-4.3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	30994	32084	28600	26749	26398	30453	25995	27321	27052	25488	25334	26716	-
Import (% r/r)	21.9	19.4	14.6	10.4	-1.6	3.3	-9.8	-5.3	-6.0	-7.3	-11.9	-14.8	-
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.0	5.6	5.4	6.9	7.4	6.5	6.7	7.1	7.9	8.0	7.3	8.3	8.2
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	3.6	2.9	3.2	4.0	6.5	9.5	10.1	10.6	11.4	11.5	11.8	12.4	11.6
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	11.4	9.1	11.6	15.9	17.3	12.4	13.0	12.7	13.5	14.8	11.1	11.2	10.9
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	-2.4	-3.4	-3.9	-4.4	-4.9	-5.1	-5.0	-4.5	-5.0	-4.9	-4.3	-3.9	-3.9
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	14.5	12.0	9.7	10.1	7.9	7.0	3.3	1.9	0.8	-1.6	-6.1	-4.8	-5.6
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.00	5.75
WIBOR 3M (średnio)	7.24	7.33	7.01	6.85	6.83	6.82	6.80	6.80	6.80	6.71	6.59	5.89	5.58
WIBOR 3M (koniec okresu)	7.41	7.18	6.92	6.85	6.84	6.79	6.80	6.80	6.80	6.66	6.55	5.67	5.56
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	9.15	9.65	8.33	7.69	7.10	7.13	6.89	6.96	6.34	6.46	6.18	5.56	5.61
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	8.60	7.05	6.96	5.97	6.27	6.02	6.05	5.99	5.75	5.37	5.42	5.04	5.23
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	8.59	7.05	6.88	5.88	6.52	5.98	6.02	5.99	5.63	5.30	5.56	5.25	5.38
EUR/PLN (koniec okresu)	4.71	4.67	4.69	4.71	4.72	4.68	4.59	4.54	4.45	4.41	4.47	4.64	4.45
USD/PLN (koniec okresu)	4.73	4.51	4.40	4.35	4.45	4.29	4.18	4.26	4.11	4.00	4.11	4.37	4.17
EUR/USD (koniec okresu)	0.99	1.04	1.07	1.08	1.06	1.09	1.10	1.07	1.09	1.10	1.09	1.06	1.06
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-27.2	-18.3	12.6	-11.2	0.0	12.0	10.0	20.9	12.7	13.1	16.6	34.7	36.4
Def. budżetowy skum. (% planu)	-91%	-61%	42%	-17%	0%	18%	15%	31%	19%	19%	24%	51%	54%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	692	802	869	1030
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,372	3,624	3,907
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,061	22,875	27,107
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1	38,0	38,0
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2	5,2	5,4	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,1	0,6	3,5	3,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	8,1	2,1	5,8
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	2,0	1,3	5,1	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	3,3	0,1	5,6	3,0
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,2	-4,0	1,0	6,8
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,2	-11,7	1,5	6,6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,4	4,8	4,8
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,5	5,3
Place nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	12,1	10,5	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	2,5	5,0	5,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,25	4,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,84	5,26	4,13
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,55	5,40	5,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,88	4,13	3,54
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,18	4,20	4,18
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,30	4,51	4,55
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,52	4,43	4,53
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-20,6	1,6	-5,8	-6,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,0	0,2	-0,7	-0,6
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-25,6	2,8	-2,3	-2,5
Eksport	254,0	246,6	251,3	311,7	337,6	357,1	368,1	399,8
Import	260,1	251,5	243,4	320,7	363,2	354,3	370,4	402,3
Saldo usług	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	41,5	43,2	47,4
Saldo dochodów	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,3	-40,3	-43,8	-47,4
Rezerwy międzynarodowe	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-20,6	1,6	-5,8	-6,6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-5,8	-5,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,7	-3,4	-2,3
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	40,9	42,9	43,9

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 4. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2021	2022	2023E	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% r/r)	6,9	5,1	0,6	3,5	3,3	3,4	3,4
Inflacja CPI (% średnia)	5,1	14,3	11,5	4,5	5,3	3,2	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,1	-3,0	0,2	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3,50	6,75	5,75	5,25	4,00	3,75	3,75
USD/PLN (Koniec okresu)	2,95	4,38	3,88	4,13	3,54	3,67	3,81
USD/PLN (Średnia)	3,01	4,45	4,18	4,20	4,18	3,87	3,88
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,96	4,69	4,30	4,51	4,55	4,57	4,58
EUR/PLN (Średnia)	3,99	4,69	4,52	4,43	4,53	4,57	4,58

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Dodatek

Tabela 5 przedstawia nasz scenariusz podstawowy dla wybranych danych, a także dwa scenariusze alternatywne przedstawiające możliwy zakres zmienności wskaźników.

Tabela 5. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne – scenariusz bazowy, negatywny oraz pozytywny

Scenariusz podstawowy	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26
Wzrost PKB*, r/r	3,6	3,4	3,9	3,2	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4
Inflacja średnioroczna, r/r	6,5	4,4	3,7	4,9	5,1	5,9	5,8	4,8	4,8	3,8	3,4	2,9	2,8
Przec. wynagrodzenie, r/r	9,5	11,6	10,5	10,0	9,9	6,3	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,5	5,3
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5,2	5,5	5,1	5,1	5,4	5,8	5,3	5,2	5,3	5,5	5,2	5,1	5,4
Stopa bezrobocia BAEL	2,9	3,2	2,8	2,8	3,1	3,5	3,0	2,9	3,0	3,2	2,9	2,8	3,1
Stopa referencyjna NBP (koniec okr.)	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	4,75	4,75	4,25	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75
WIBOR 3M (koniec okr)	5,84	5,94	5,77	5,60	5,27	4,94	4,77	4,35	4,19	3,94	3,94	3,94	3,94
WIG (koniec okr.)	76515	77556	78596	79637	80677	81906	83135	84364	85594	86568	87543	88518	89493
WIG20 (koniec okr.)	2274	2305	2335	2366	2397	2434	2470	2507	2543	2572	2601	2630	2659
Scenariusz negatywny	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26
Wzrost PKB*, r/r	3,0	2,1	2,1	0,8	1,3	1,5	1,7	2,1	2,3	2,5	2,9	3,2	3,3
Inflacja średnioroczna, r/r	5,9	2,0	0,9	1,8	2,3	3,0	3,1	2,3	2,5	3,2	3,0	2,7	2,6
Przec. wynagrodzenie, r/r	9,0	10,0	8,3	7,4	7,5	4,2	4,4	4,5	4,4	5,0	5,1	5,1	5,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5,3	5,7	5,4	5,5	5,9	6,4	6,0	6,0	6,2	6,4	6,2	6,1	6,4
Stopa bezrobocia BAEL	3,0	3,3	3,0	3,1	3,5	4,0	3,6	3,6	3,8	4,0	3,8	3,7	4,1
Stopa referencyjna NBP (koniec okr.)	5,50	5,25	5,00	4,50	4,00	3,50	3,50	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50
WIBOR 3M (koniec okr)	5,59	5,44	5,02	4,60	4,02	3,69	3,52	3,10	2,94	2,69	2,69	2,69	2,69
WIG (koniec okr.)	73791	71722	69697	67717	68602	69647	70692	71737	72782	73611	74440	75269	76098
WIG20 (koniec okr.)	2191	2126	2062	2000	2027	2057	2088	2119	2150	2174	2199	2223	2248
Scenariusz pozytywny	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26
Wzrost PKB*, r/r	4,2	4,6	5,8	5,7	5,6	5,2	4,8	4,5	4,3	4,2	3,9	3,6	3,5
Inflacja średnioroczna, r/r	7,1	7,2	6,9	8,6	8,3	8,3	8,0	6,8	6,6	5,4	4,8	4,1	4,0
Przec. wynagrodzenie, r/r	10,0	13,3	12,6	12,7	12,3	8,5	8,2	7,7	7,6	6,8	6,4	5,9	5,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5,1	5,3	4,8	4,7	4,9	5,1	4,6	4,4	4,4	4,5	4,2	4,1	4,4
Stopa bezrobocia BAEL	2,8	3,1	2,6	2,5	2,7	2,9	2,4	2,2	2,2	2,3	2,0	1,9	2,1
Stopa referencyjna NBP (koniec okr.)	6,25	6,75	7,00	7,25	7,25	6,75	6,75	6,25	6,00	5,50	5,25	5,00	4,75
WIBOR 3M (koniec okr)	6,34	6,94	7,02	7,35	7,27	6,94	6,77	6,35	6,19	5,69	5,44	5,19	4,94
WIG (koniec okr.)	79239	83616	88221	93063	94279	95715	97151	98588	100024	101163	102302	103441	104580
WIG20 (koniec okr.)	2356	2490	2632	2780	2817	2860	2902	2945	2988	3022	3056	3090	3124

Źródło: Citi Handlowy, NBP, GUS, Haver Analytics, Bloomberg

*wzrost PKB odsezonowany

Tabela 6 przedstawia prognozy w naszym scenariuszu bazowym, a także dwa poglądowe scenariusze „szokowe”.

- **Scenariusz szokowy 1** zakłada gwałtowne globalne spowolnienie prowadzące do recesji w Polsce, wzrostu stopy bezrobocia i osłabienia presji inflacyjnej. W takim scenariuszu problemy z płynnością w krajowym sektorze bankowym prowadzą do gwałtownego zaostrzenia kryteriów udzielania kredytów, przyczyniając się do spadku inwestycji. Bank centralny odpowiada obniżką stóp procentowych w celu pobudzenia wzrostu oraz zminimalizowania ryzyka wystąpienia deflacji.
- **Scenariusz szokowy 2** to stylizowany scenariusz pokazujący możliwą reakcję gospodarki na ponowny szok stagflacyjny, wynikający prawdopodobnie z eskalacji ryzyk geopolitycznych. W takim scenariuszu zwiększony odpływ kapitału prowadzi do gwałtownego osłabienia waluty i spadku inwestycji, podczas gdy wysoka inflacja obniża realne dochody i prowadzi do spadku konsumpcji. W takim scenariuszu bank centralny reaguje początkowo większymi podwyżkami stóp procentowych w celu

ustabilizowania kursu, a następnie znacznymi obniżkami stóp procentowych w celu pobudzenia wzrostu.

Tabela 6. Przykładowe scenariusze szokowe

Wskaźniki makroekonomiczne	Scenariusz bazowy				Scenariusz szokowy 1 Niskie prwdop.		Scenariusz szokowy 2 Bardzo niskie prwdop.		
	2023E	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2024P	2025P	2026P
Wskaźniki makroekonomiczne									
Wzrost PKB (%)	0,6	3,5	3,3	3,4	-1,1	0,4	-2,4	-1,4	2,7
Konsumpcja indywidualna % r/r	0,1	5,6	3,0	3,2	-0,6	1,0	-2,6	-1,9	2,7
Inflacja (% r/r; średnia)	11,5	4,6	5,2	3,2	3,7	2,1	12,5	13,7	6,5
Inflacja (% r/r; koniec okresu)	6,4	4,8	4,7	2,7	3,1	1,5	18,2	10,2	4,5
Stopa referencyjna NBP (%; średnia)	6,44	5,58	4,54	3,79	4,67	3,67	8,75	5,98	3,58
Stopa referencyjna NBP (%; koniec okresu)	5,75	5,25	4,00	3,75	4,00	3,50	9,00	3,75	3,25
Stopa lombardowa, (%; koniec okresu)	6,25	5,75	4,50	4,25	4,50	4,00	9,50	4,25	3,75
WIG20 (koniec okresu)	2274	2397	2539	2644	1705	1876	1592	1910	2101
WIG (koniec okresu)	76515	80676	85459	88977	57386	63125	53560	64273	70700
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,2	5,4	5,3	5,4	6,2	6,7	7,3	8,8	8,0
Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce (%; r/r)	12,1	10,5	6,2	5,6	6,6	3,0	9,9	9,7	6,5
Ceny nieruchomości (hedoniczny indeks NBP, %)	4,5	3,8	2,8	2,2	-4,9	-1,4	-5,9	-1,9	1,3
Polityka fiskalna									
Saldo sektora rządowego i samorząd. / PKB (%)	-5,6	-5,8	-5,1	-4,1	-7,3	-7,9	-7,9	-9,4	-8,8
Dług sektora rządowego i samorząd. / PKB (%)	52,0	55,3	56,1	57,0	60,7	67,1	61,0	62,6	64,0
Rynki finansowe									
WIBOR ON (%; średnia)	6,11	5,58	4,54	3,79	4,67	3,67	8,75	5,98	3,42
WIBOR 1M (%; średnia)	6,52	5,68	4,63	3,91	4,75	3,78	8,97	5,91	3,53
WIBOR 3M (%; średnia)	6,50	5,70	4,65	3,96	4,75	3,81	9,04	5,78	3,56
WIBOR 6M (%; średnia)	6,47	5,63	4,58	4,00	4,65	3,83	8,87	5,35	3,58
WIBOR 12M (%; średnia)	6,50	5,43	4,41	4,08	4,44	3,83	8,09	4,71	3,70
Rentowność obligacji 2-letnich (%; średnia)	5,65	5,08	4,34	3,89	5,84	5,12	7,53	5,99	3,82
Rentowność obligacji 3-letnich (%; średnia)	5,64	5,13	4,45	4,00	5,89	5,17	7,58	6,04	3,87
Rentowność obligacji 5-letnich (%; średnia)	5,65	5,29	4,89	4,65	5,89	5,46	7,58	6,09	4,41
Rentowność obligacji 10-letnich (%; średnia)	5,84	5,49	5,18	4,97	6,09	5,90	7,78	6,29	4,61
FX PLN/USD (średnia)	4,18	4,20	4,18	3,87	4,70	4,29	5,32	4,55	3,87
FX PLN/EUR (średnia)	4,52	4,43	4,53	4,57	4,97	4,65	5,62	4,93	4,57
FX PLN/CHF (średnia)	4,64	4,78	4,87	4,47	5,35	5,00	6,05	5,30	4,48
Swap 2-letni (%; średnia)	5,61	4,78	4,20	3,95	5,34	4,72	6,93	5,59	3,62
Swap 3-letni (%; średnia)	5,27	4,83	4,31	4,06	5,04	4,52	6,28	5,14	3,37
Swap 5-letni (%; średnia)	5,03	4,62	4,35	4,28	4,69	4,36	5,88	4,79	3,61
Swap 10-letni (%; średnia)	5,12	4,82	4,65	4,55	4,99	4,90	5,98	4,79	3,61

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics, Bloomberg, GUS, NBP

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciołek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroccka

Stażystka

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

piotr.kalisz@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 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.
