



Marzec 2024

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciółek, CFA
Zuzanna Mroczka

Citi Monthly

Ożywienie na wczesnym etapie

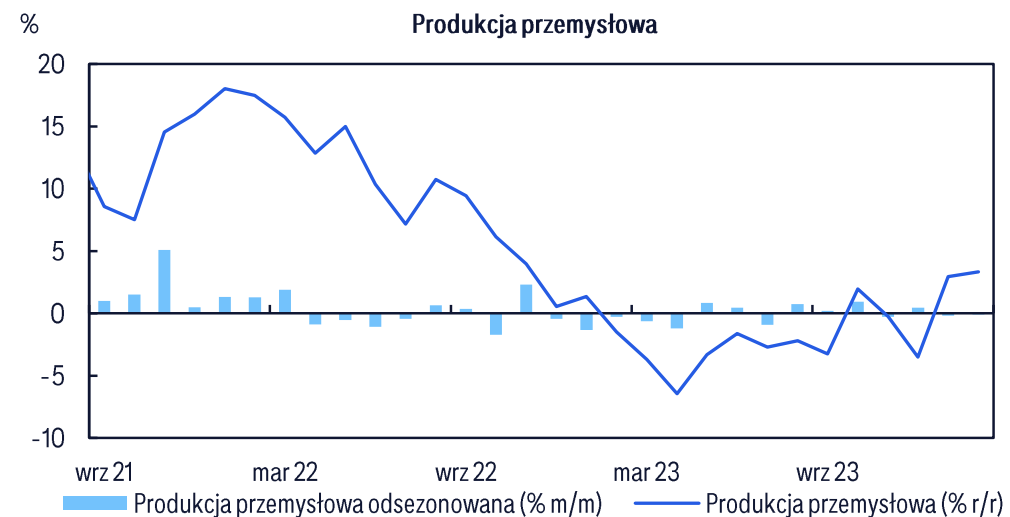
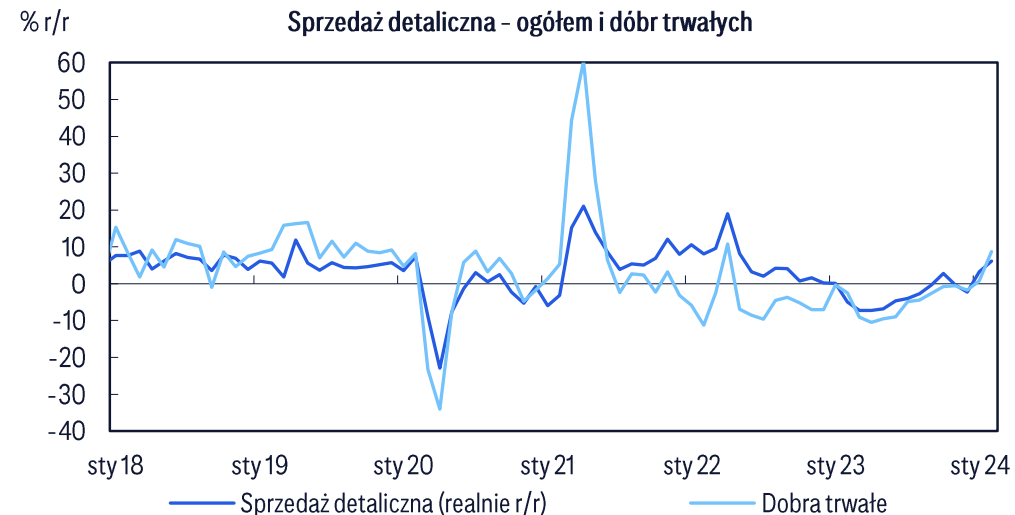
Podsumowanie

- Gospodarka stopniowo przyspiesza, wychodząc z ubiegłorocznej stagnacji. Głównym motorem wzrostu pozostaje popyt konsumpcyjny, podczas gdy sektor przetwórczy mierzy się ze słabością popytu w strefie euro.
- Dwucyfrowe wzrosty wynagrodzeń w styczniu i lutym to efekt podwyżek płacy minimalnej, która stopniowo rozlewa się na kolejne sektory. Szacujemy, że nawet osoby nie objęte bezpośrednio podwyżkami minimalnego wynagrodzenia odnotowywały dynamiczne wzrosty płac, przeciętnie w pobliżu 10%.
- W lutym inflacja spadła do celu RPP i prawdopodobnie pozostanie tam jeszcze przez około dwa miesiące, a potem zacznie stopniowo pięć się w górę. Do końca roku spodziewamy się wzrostu CPI do około 5%.
- Rada Polityki Pieniężnej weszła w tryb wyczekiwania, obserwując napływające dane z polskiej gospodarki. Biorąc pod uwagę prognozy inflacyjne, można przypuszczać, że do końca roku stopy procentowe pozostaną bez zmian. Przestrzeń do cięć stóp procentowych przez RPP może powstać w 2025 roku, jeżeli EBC oraz Fed rozpoczną cykl łagodzenia polityki monetarnej.

Aktywność ekonomiczna

Konsumenci znowu w formie

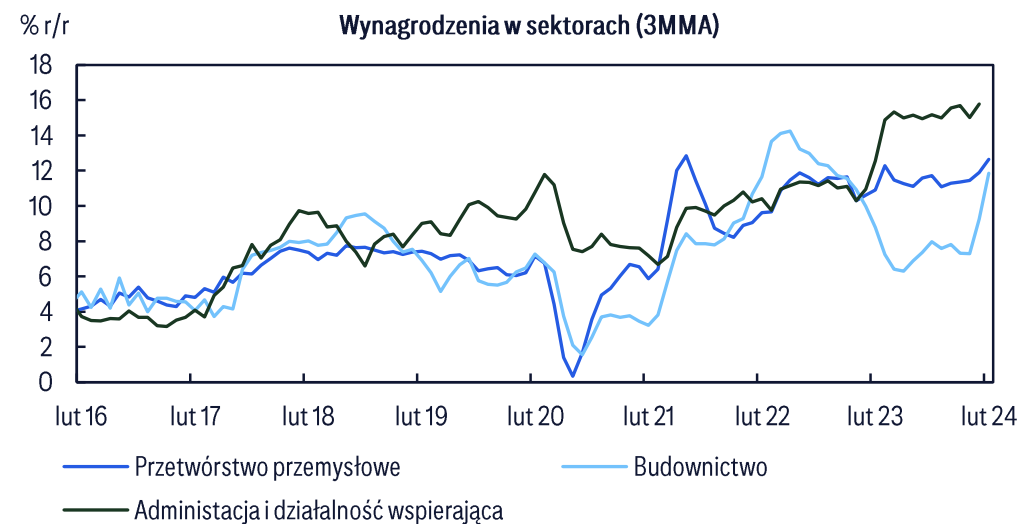
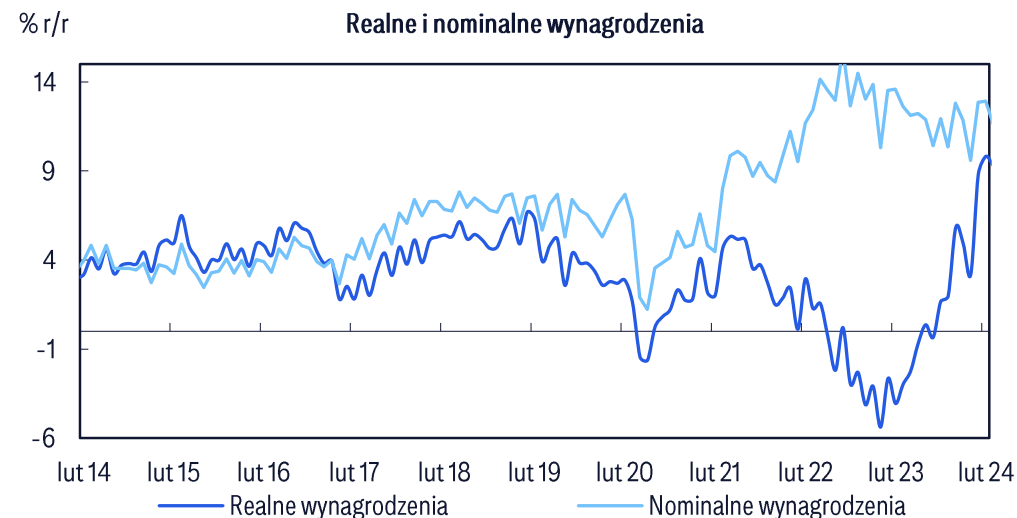
- Gospodarka w końcu weszła na ścieżkę ożywienia. Sprzedaż detaliczna wzrosła w lutym o 6,1% r/r, a w porównaniu ze styczniem zwiększyła się – po wyeliminowaniu wpływu efektów sezonowych – aż o 2,9%. Wyraźna poprawa została odnotowana w sprzedaży dóbr trwałego użytku, co może świadczyć o większej skłonności konsumentów do dokonywania dużych zakupów.
- Odbicie w konsumpcji było długo wyczekiwane. W poprzednich miesiącach dynamika sprzedaży stopniowo się poprawiała, jednak zmiany w ujęciu miesiąc-do-miesiąca były stosunkowo niewielkie. Silniejszy wzrost w lutym zapewne odzwierciedla wzrost płacy minimalnej o 20% oraz jednocześnie podniesienie świadczeń z tytułu Rodzina 500/800+. Spodziewamy się, że konsumpcyjny efekt tych zmian będzie odczuwany również w kolejnych miesiącach.
- Jeżeli chodzi o produkcję przemysłową, jej lutowy odczyt (3,3% r/r) okazał się znacznie lepszy od prognoz (2,6%). Pozytywna niespodzianka to jednak głównie efekt rewizji danych historycznych, podczas gdy zmiana produkcji w ujęciu miesięcznych rozczarowała. Przyczyn słabości można, podobnie jak w poprzednich miesiącach, można doszukiwać się w słabym popycie w strefie euro oraz konkurencji Chin.
- W sumie dostępne dane pozwalają oczekiwać, że 2024 rok przyniesie w kolejnych kwartałach dalsze ożywienie. Oczekujemy, że w całym 2024 roku wzrost PKB przekroczy 3% r/r i będzie napędzany głównie konsumpcją.



Rynek pracy

Wynagrodzenia nie słabną

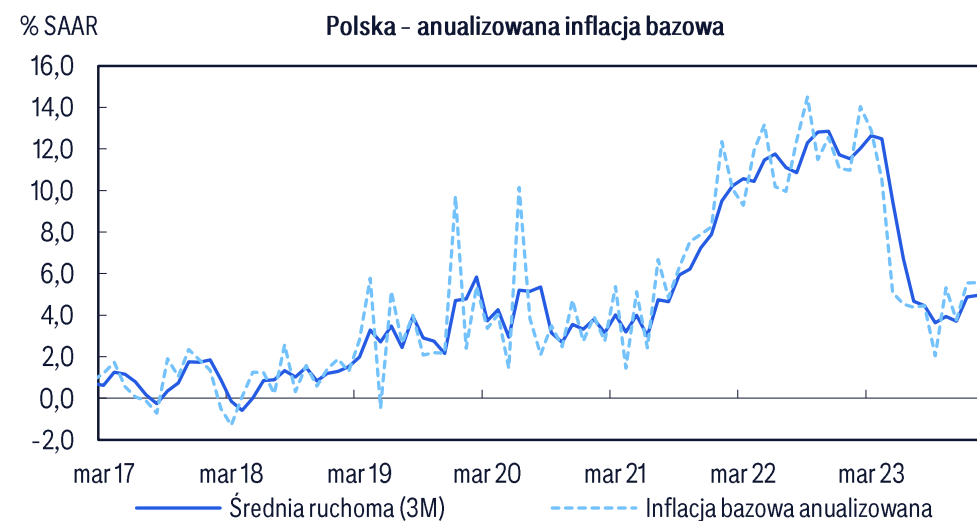
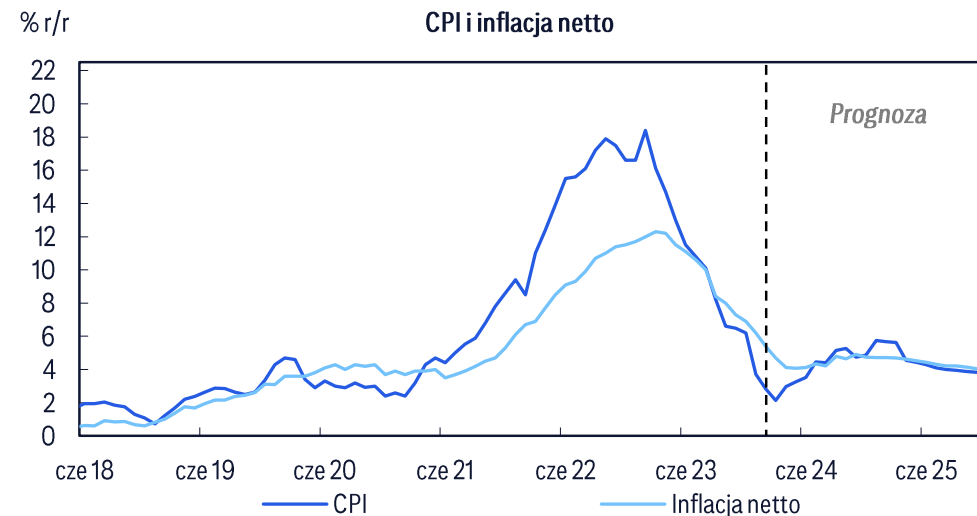
- W lutym wzrost przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw lekko przyspieszył i wyniósł 12,9% r/r wobec 12,8% w styczniu. Wciąż mocny wzrost płac nominalnych połączony z hamowaniem inflacji przełożył się na prawie dwucyfrowy wzrost płac realnych.
- Największe wzrosty przeciętnych wynagrodzeń odnotowano w branżach takich jak budownictwo (+15,6% r/r), działalność wspierająca i administracja (+14,8%) oraz przetwórstwo przemysłowe (+14,1%).
- Naszym zdaniem na poprawę wynagrodzeń w lutym w dalszym ciągu wpływała podwyżka płacy minimalnej, która miała miejsce na początku 2024 roku. Jednak na tym etapie rozlewa się ona już na inne grupy pracowników. Według naszych szacunków, jeżeli 20% wzrost płacy nominalnej dotknął bezpośrednio około jednej trzeciej wszystkich pracujących, wzrost płac w pozostałych grupach wyniósł i tak około 10%.
- Zatrudnienie w lutym zmniejszyło się o 0,2% w ujęciu rocznym, a w ujęciu miesięcznym o 0,1%. Największe spadki zatrudnienia odnotowano w przypadku działalności wspierającej i administracyjnej, budownictwie oraz wytwarzaniu energii elektrycznej i gazu. Bezrobocie w lutym nie zmieniło się względem stycznia (5,4%).
- W kolejnych miesiącach spodziewamy się utrzymania się dwucyfrowego tempa wzrostu wynagrodzeń nominalnych, co znajdzie swoje odbicie w wysokiej dynamice płac realnych, tym samym wspierając ożywienie konsumpcyjne.



Inflacja

Na chwilę w celu

- Inflacja na początku roku okazała się niższa od wcześniejszych prognoz. W lutym wskaźnik CPI obniżył się do 2,8% r/r, powracając tym samym w pobliże celu inflacyjnego. Do spadku przyczyniła się między innymi rewizja koszyka inflacyjnego, która przesunęła punkt startowy w dół o 0,2 pp. W obniżaniu dynamiki cen pomagał również silny złoty oraz niskie ceny żywności.
- Chociaż w marcu spodziewamy się ponownego spadku inflacji, w kolejnych miesiącach najprawdopodobniej zacznie się ona pięć w górę. Już w kwietniu podwyżka VAT na żywność może dodać około 0,9 punktu procentowego do inflacji. Co prawda silna konkurencja na rynku detalicznym może częściowo łagodzić ten efekt, jednak tylko na chwilę. Przy silnym popycie konsumpcyjnym i dynamicznie rosnących wynagrodzeniach podwyżki cen raczej zostaną odłożone w czasie, niż zupełnie zaniechane.
- O ile zmiany VAT (a w dalszej części roku również podwyżki cen energii) będą miały istotny wpływ na inflację, wpływ ten będzie przejściowy. Zdecydowanie większe znaczenie dla oceny zagrożeń inflacyjnych ma kształtowanie się inflacji bazowej. Ta ostatnia ostatnio wyraźnie wyhamowała, głównie dzięki umocnieniu złotego, które częściowo zniwelowało efekt jesiennych obniżek stóp i wzrostu płacy minimalnej. Ceny w usługach wciąż jednak rosną w szybkim tempie (7%).
- W sumie jeżeli chodzi o inflację CPI, to spodziewamy się jej wzrostu do około 5% pod koniec roku.

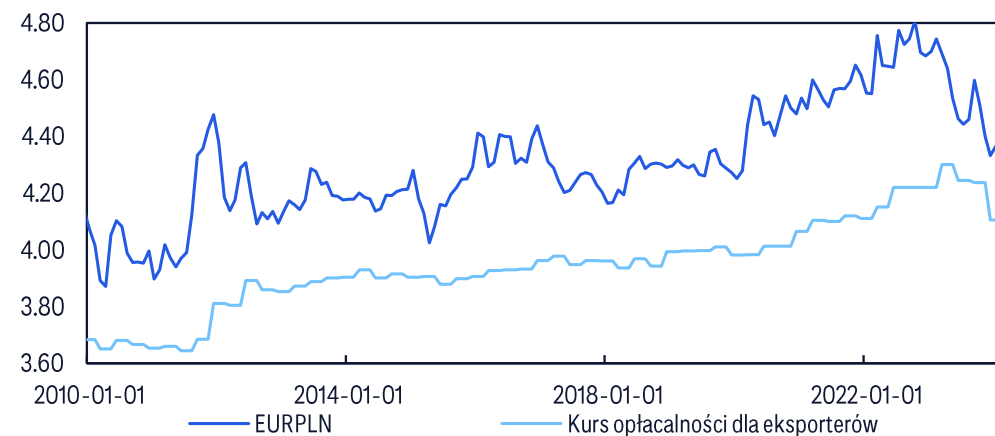
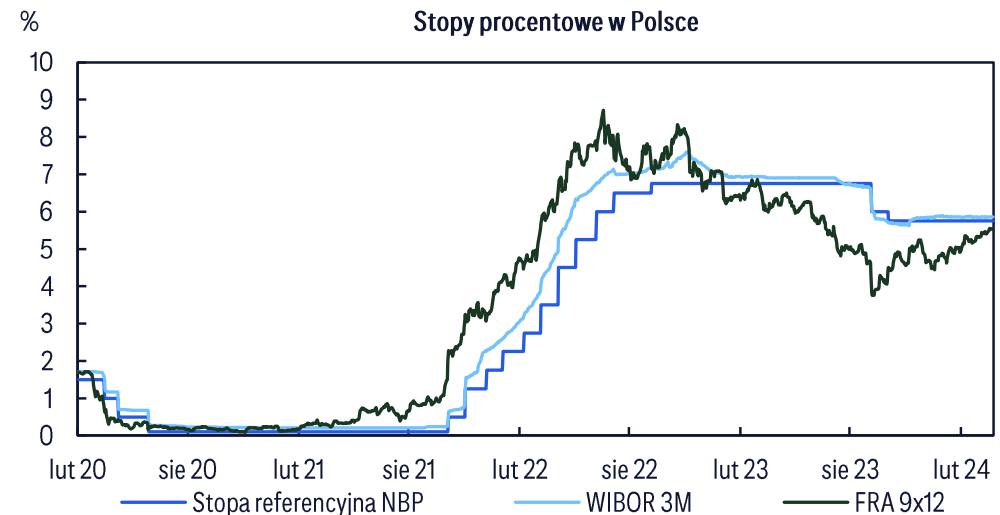


Źródło: Citi Handlowy, GUS

Polityka pieniężna

Maleją oczekiwania na obniżki stóp procentowych

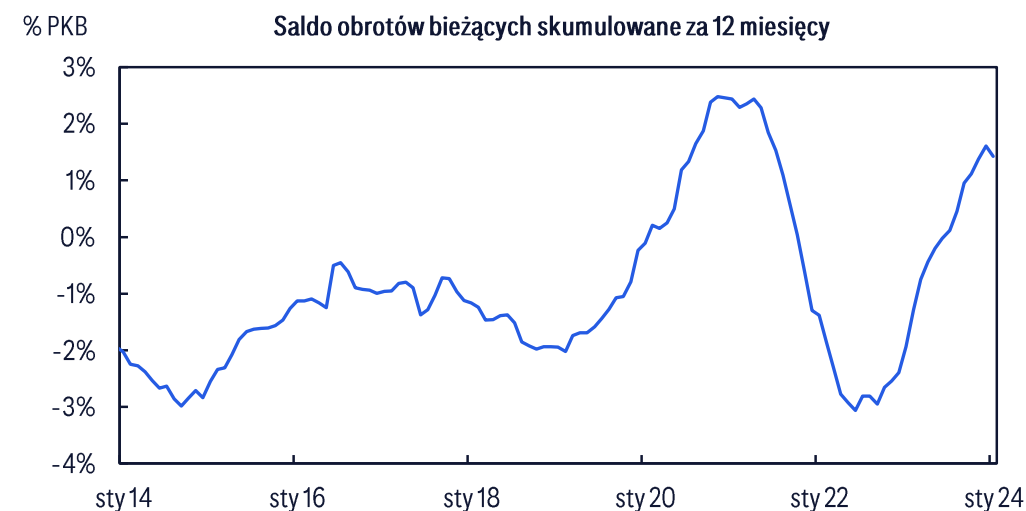
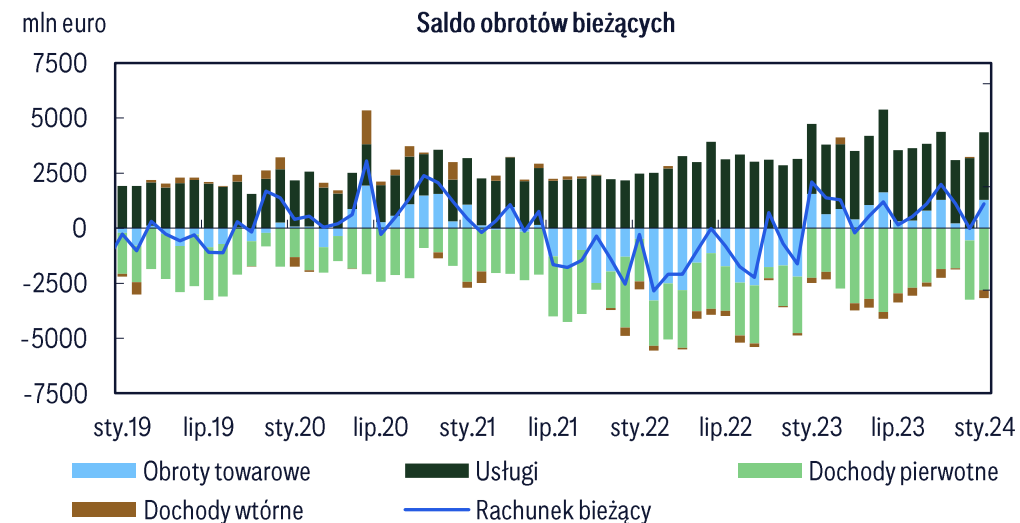
- Wydźwięk ostatniego posiedzenia RPP wskazywał, że decydenci obawiają się o rozwój inflacji w kolejnych miesiącach i widzą możliwość jej istotnego wzrostu w dalszej części roku. Scenariusze przygotowane przez NBP zakładają, że w ekstremalnym przypadku wycofania wszystkich tarcz antyinflacyjnych wskaźnik CPI wzrósłby do 8,4% r/r w IV kw. tego roku.
- Naszym zdaniem wzrost inflacji okaże się niższy (do ok. 5% na koniec roku), jednak podwyższona ścieżka inflacji nie pozwoli na obniżki stóp procentowych w całym 2024 roku.
- Oczekiwania rynkowe wobec działań RPP uległy zdecydowanej zmianie w ostatnich miesiącach. Jeszcze na początku roku notowania kontraktów FRA wskazywały na przestrzeń do obniżki stóp o ok. 150 pb z pierwszym ruchem jeszcze w I kw. Obecnie kształt krzywej wskazuje, że „w cenach” jest już tych jeden ruch o 25 pb i to pod koniec roku.
- Wśród czynników ryzyka dla stabilizacji stóp procentowych w Polsce widzimy przede wszystkim czynniki związane z nadmierną aprecjacją polskiej waluty. NBP nie komunikuje jaki poziom złotego wobec walut obcych mógłby zasługiwać na reakcję, jednak zmiany, które istotnie negatywnie wpływałyby na konkurencyjność eksporterów rodziłyby przestrzeń do działań ze strony RPP. Naszym zdaniem spadek notowań pary EUR/PLN poniżej poziomu 4,15 wzmacniałby presję na powrót do obniżek stóp procentowych.



Bilans płatniczy

Znowu nadwyżka

- W styczniu rachunek obrotów bieżących zanotował nadwyżkę w wysokości 1,179 mld EUR wobec niewielkiego deficytu na poziomie 0,024 mld EUR w grudniu ubiegłego roku. Nadwyżka była wynikiem zarówno dodatniego salda usług, jak i dodatniego salda obrotów towarowych, które uległo znacznej poprawie i z -0,556 mld EUR w grudniu do 1,286 mld EUR w styczniu.
- Styczeń był miesiącem, w którym kontynuowane były spadki eksportu i importu. Eksport zmniejszył się o 4,3% r/r, a import o 3,5% r/r, co stanowi poprawę względem grudnia, kiedy to spadki wynosiły odpowiednio 6,0% r/r i 11,3% r/r. Spadki eksportu najsilniej uwidoczniły się w przypadku towarów zaopatrzeniowych i konsumpcyjnych oraz dóbr inwestycyjnych, a importu w przypadku towarów zaopatrzeniowych oraz dóbr inwestycyjnych.
- NBP w swoim komunikacie wskazuje, że przyczyną spadku eksportu była niska aktywność ekonomiczna w Unii Europejskiej, a na spadek importu wpływał niski popyt branż eksportowych.
- Skumulowane saldo obrotów bieżących pierwszy raz od września 2022 roku zmniejszyło się. W styczniu wyniosło ono 1,4% PKB wobec 1,6% PKB w grudniu. W nadchodzących miesiącach, wraz z ożywieniem konsumpcji spodziewamy się pogorszenia salda rachunku obrotów bieżących oraz bilansu handlowego.

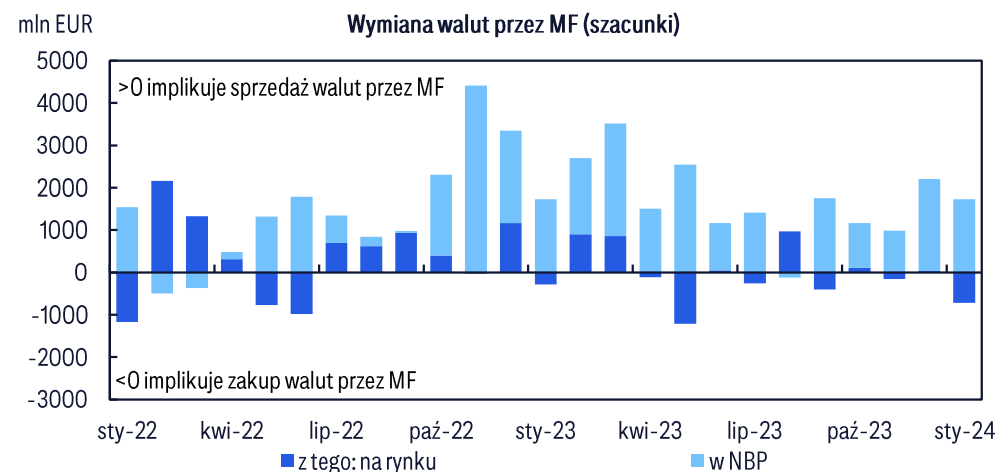
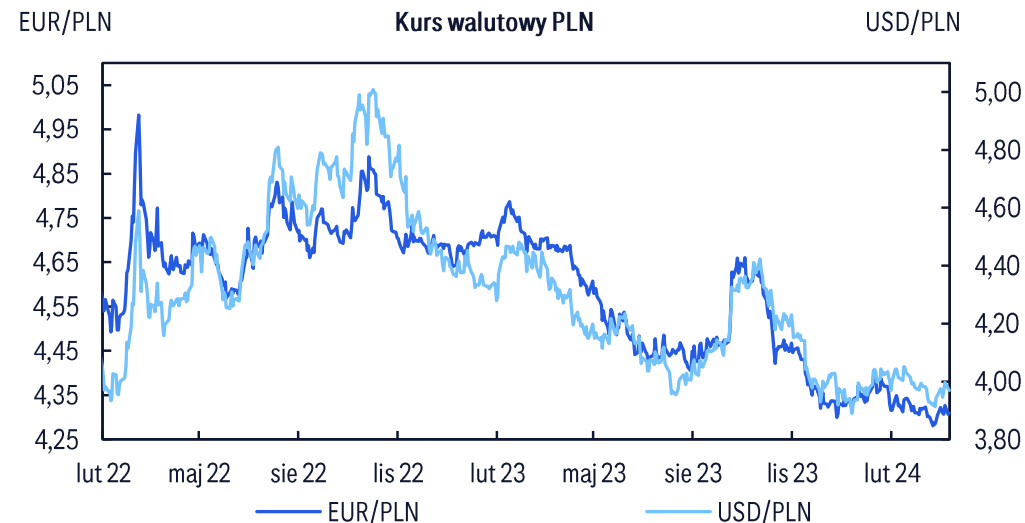


Źródło: NBP, Haver, Citi Handlowy

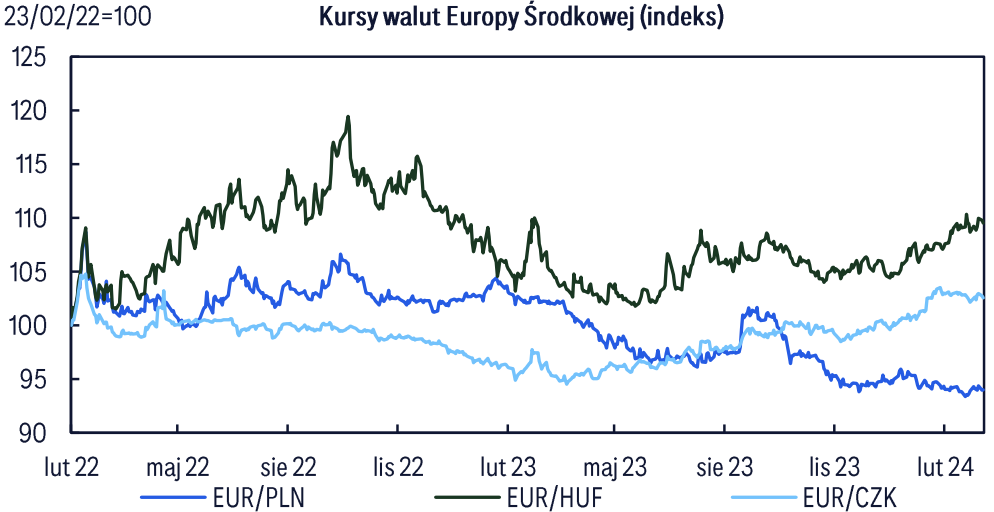
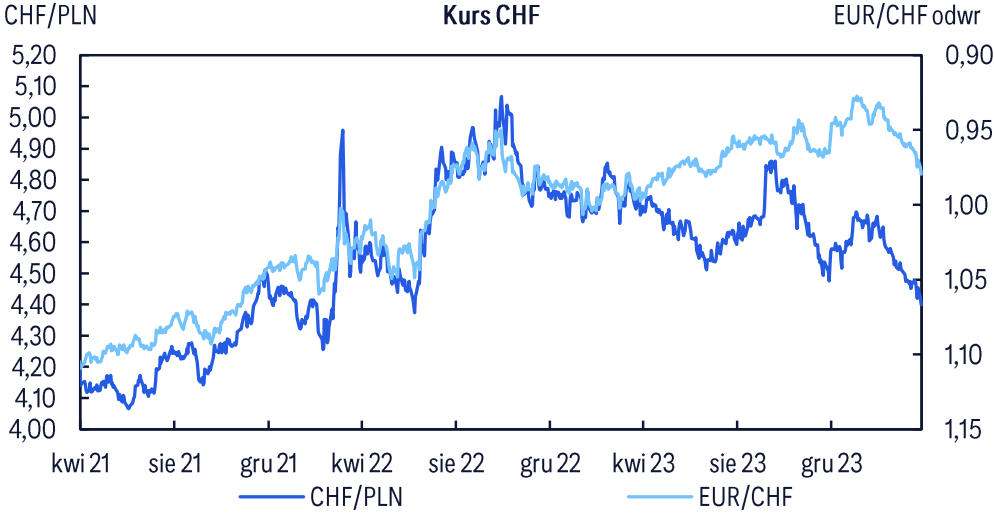
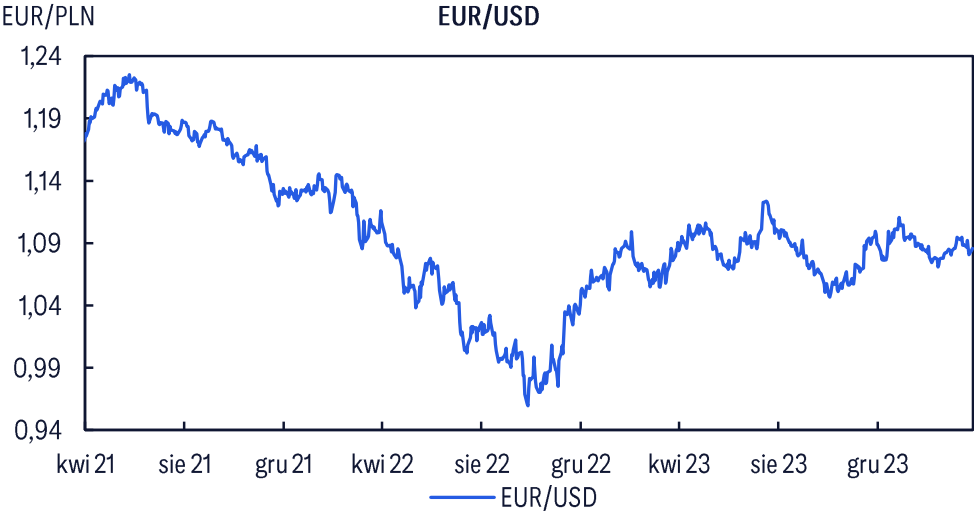
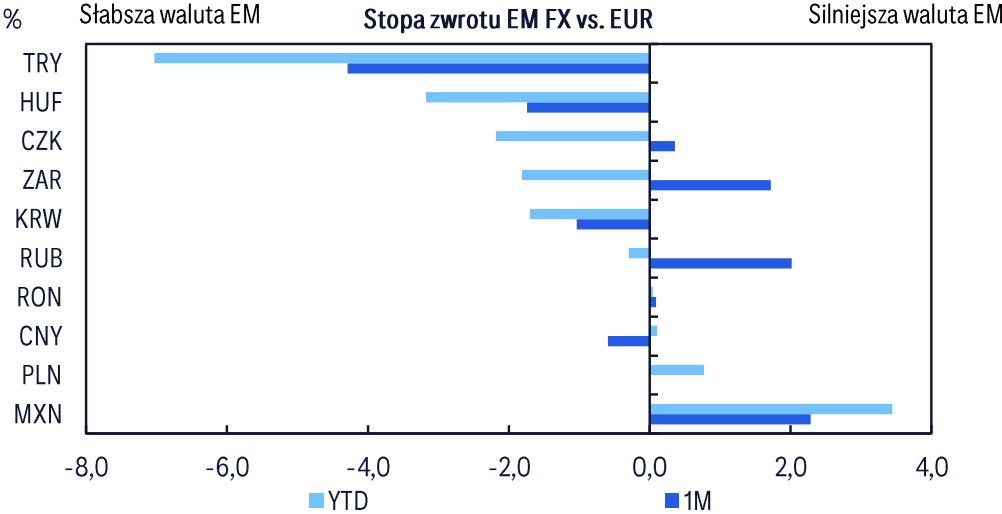
Rynek walutowy

Złoty wciąż silny, ale dostał zadyszki

- W marcu złoty umacniał się w relacji do głównych walut, co spowodowało kurs EURPLN w okolice poziomu 4,27 (najniżej od lutego 2020 roku), natomiast para USDPLN zbliżyła się do granicy 3,90. Od tego czasu polska waluta oddała część zysków, mimo braku istotnych czynników fundamentalnych zmieniających wciąż korzystne otoczenia dla złotego.
- Zmienność kursu EURUSD była w ostatnich tygodniach umiarkowana, a po wzroście notowań od lutowego dołka (1,07) do poziomu powyżej 1,09 nastąpiła korekta w pobliże 1,08. Początek obniżek stóp procentowych zarówno w strefie euro jak i w USA obecnie jest oczekiwany w czerwcu, a rynkowe wyceny wskazują na podobną skalę łagodzenia polityki pieniężnej – po 75 pb przez EBC jak i Fed.
- Zakładamy, że po zauważalnym wzroście wartości polskiej waluty, najbliższe miesiące mogą przynieść jej niewielkie osłabienie, które prowadziłoby kurs EUR/PLN w stronę poziomu 4,33 w perspektywie trzech miesięcy. Oprócz możliwości realizacji zysków przez inwestorów, uważamy że pogłębienie spadków par EUR/PLN czy USD/PLN wymagałoby nowych czynników.
- Jastrzębia postawa RPP jest już w zasadzie w pełni odzwierciedlona w kontraktach pochodnych. Ponadto, pomimo pozytywnego wpływu napływu nowych środków z UE, istotne będzie czy władze zdecydują się wymieniać waluty głównie w banku centralnym, czy jednak w większym stopniu na rynku (co wpływałoby pozytywnie na PLN). Nasze oczekiwania zakładają również lekki spadek kursu EUR/USD, co historycznie stanowiło barierę dla umocnienia PLN.



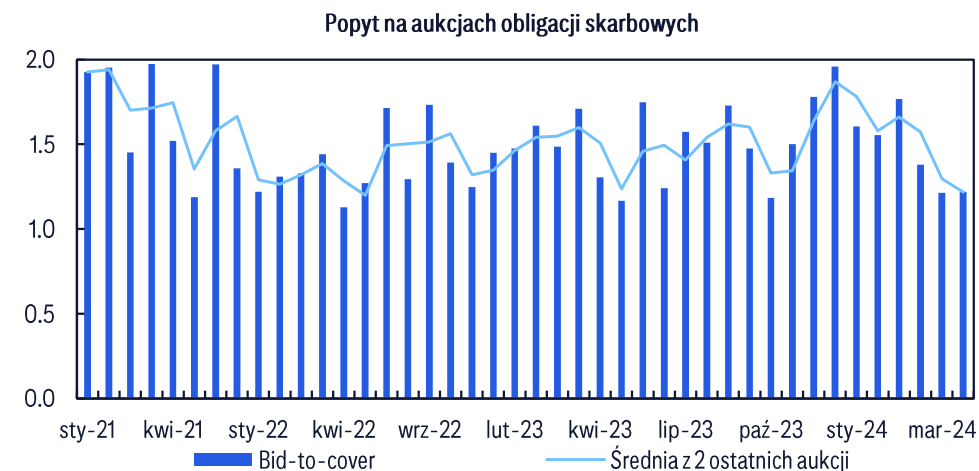
Rynek walutowy



Rynek długu

Wzrost spread wobec rynków bazowych

- W marcu polska krzywa dochodowości przesunęła się zauważalnie w górę, o 20-30 pb w poszczególnych tenorach. Spadek wycen polskich obligacji skarbowych odzwierciedla przede wszystkim oczekiwania wobec kursu polityki pieniężnej w Polsce. Zauważalny spadek oczekiwań na obniżki stóp procentowych przez RPP pchał w górę zarówno krótki jak i długi koniec krzywej dochodowości.
- Rentowności polskich obligacji rosły również mocniej niż miało to miejsce w przypadku rynków bazowych. Spread dochodowości polskich obligacji 10-letnich wobec niemieckich i amerykańskich odpowiedników w ciągu miesiąca zwiększył się o ok. 30 pb – do odpowiednio ok. 135 pb i 320 pb. Cementujące się oczekiwania na zbliżający się początek cykli obniżek stóp procentowych na rynkach bazowych sprzyjał stabilizacji notowań tamtejszych krzywych dochodowości.
- Ministerstwo Finansów na razie nie napotkało istotnych problemów przy realizacji tegorocznych potrzeb pożyczkowych i według naszych szacunków około 56% finansowania zostało już zapewnione. Warto zaznaczyć jednak, że po silnym popycie obserwowanym na aukcjach obligacji denominowanych w złotym, w ostatnim czasie wskaźnik pokrycia aukcji wyraźnie się obniżył, co może wskazywać na nasycenie rynku po silnych podażach z początku roku. Sytuacja podażowa miała na razie jednak niewielki wpływ na kształt krzywej dochodowości, a stawki Asset Swap Spread sukcesywnie obniżają się w tym roku. W perspektywie 3-miesięcy oczekujemy spadku rentowności obligacji 10-letnich do 5,20%, 5-letnich do 5,10% oraz 2-letnich do 5%.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2023											2024	
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-1.5	-3.7	-6.5	-3.3	-1.6	-2.7	-2.2	-3.3	2.0	-0.3	-3.5	3.0	3.3
Produkcja przemysłowa (% m/m)	0.4	13.8	-14.2	4.7	1.4	-7.8	1.3	7.9	4.4	0.3	-9.5	3.5	0.7
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-1.4	-1.2	-5.9	-2.8	-0.7	-2.4	-2.3	-3.9	0.8	-1.5	-5.2	2.5	3.8
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	6.6	-1.6	1.1	-0.6	1.6	1.1	3.5	11.5	9.8	3.9	14.0	-6.1	-4.9
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-5.0	-7.3	-7.3	-6.8	-4.7	-4.0	-2.7	-0.3	2.8	-0.3	-2.3	3.2	6.1
Stopa bezrobocia (%)	5.6	5.4	5.3	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.1	5.4	5.4
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.8	0.5	0.4	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Ceny													
Inflacja (% r/r)	18.4	16.1	14.7	13.0	11.5	10.8	10.1	8.2	6.6	6.6	6.2	3.7	2.8
Inflacja (% m/m)	1.2	1.1	0.7	0.0	0.0	-0.2	0.0	-0.4	0.3	0.7	0.1	0.4	0.3
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	18.2	10.3	6.2	2.8	0.3	-2.1	-2.9	-2.7	-4.2	-5.1	-6.9	-10.6	-10.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.5	-0.6	-1.3	-1.9	-0.8	-1.1	-0.1	0.3	-0.6	-1.2	-1.4	-1.9	0.1
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	13.6	12.6	12.1	12.2	11.9	10.4	11.9	10.3	12.8	11.8	9.6	12.8	12.9
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	1467	1372	-230	589	1272	157	556	1176	2119	1203	-24	1179	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	643	863	402	1044	1633	302	340	802	1287	226	-556	1286	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	27041	31316	26460	28456	28747	25778	25666	27553	29886	29811	24808	27102	-
Eksport (% r/r)	14.8	16.1	1.8	4.3	4.0	0.0	-2.3	-4.2	2.3	-1.9	-6.0	-4.3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	26398	30453	26058	27412	27114	25476	25326	26751	28599	29585	25364	25816	-
Import (% r/r)	-1.6	3.3	-9.6	-5.0	-5.8	-7.4	-11.9	-14.7	-7.7	-7.8	-11.3	-3.5	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2023												2024
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.4	6.5	6.7	7.1	7.9	8.0	7.3	8.3	8.2	7.6	8.5	7.7	7.4
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	6.5	9.5	10.1	10.6	11.4	11.5	11.8	12.4	11.6	11.5	11.5	11.3	10.9
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	17.3	12.4	13.0	12.7	13.5	14.8	11.1	11.2	10.9	8.7	8.8	5.1	2.3
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	-4.9	-5.1	-5.0	-4.5	-5.0	-4.9	-4.3	-3.9	-3.9	-3.5	-2.2	-1.1	-0.6
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.9	7.0	3.3	1.9	0.8	-1.6	-6.1	-4.8	-5.6	-5.0	-3.0	-4.1	-4.7
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
WIBOR 3M (średnio)	6.83	6.82	6.80	6.80	6.80	6.71	6.59	5.89	5.58	5.67	5.75	5.77	5.76
WIBOR 3M (koniec okresu)	6.84	6.79	6.80	6.80	6.80	6.66	6.55	5.67	5.56	5.73	5.78	5.76	5.76
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	7.10	7.13	6.89	6.96	6.34	6.46	6.18	5.56	5.61	5.74	5.69	5.61	5.55
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	6.27	6.02	6.05	5.99	5.75	5.37	5.42	5.04	5.23	5.53	5.09	5.02	5.04
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	6.52	5.98	6.02	5.99	5.63	5.30	5.56	5.25	5.38	5.44	4.83	5.18	5.14
EUR/PLN (koniec okresu)	4.72	4.68	4.59	4.54	4.45	4.41	4.47	4.64	4.45	4.35	4.35	4.34	4.32
USD/PLN (koniec okresu)	4.45	4.29	4.18	4.26	4.11	4.00	4.11	4.37	4.17	3.98	3.94	4.01	3.98
EUR/USD (koniec okresu)	1.06	1.09	1.10	1.07	1.09	1.10	1.09	1.06	1.06	1.09	1.11	1.08	1.08
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	0.0	12.0	10.0	20.9	12.7	13.1	16.6	34.7	36.4	42.6	85.6	-13.7	7.8
Def. budżetowy skum. (% planu)*	0%	18%	15%	31%	19%	19%	24%	51%	54%	63%	126%	-20%	12%

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	811	891	976
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2.127	2.288	2.338	2.631	3.067	3.396	3.627	3.914
PKB per capita (USD)	15.348	15.528	15.761	17.990	18.266	21.560	23.752	26.086
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	5.0	5.0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.9	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.2	3.9
Inwestycje (% r/r)	12.6	6.2	-2.3	1.2	4.9	8.4	2.1	6.0
Konsumpcja (% r/r)	4.4	4.1	-1.5	5.8	4.1	-0.1	3.9	3.6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.4	3.5	-3.6	6.2	5.2	-1.0	4.1	3.8
Eksport (% r/r)	6.8	5.3	-1.1	12.3	6.7	-1.9	8.3	5.1
Import (% r/r)	7.5	3.2	-2.4	16.1	6.8	-8.3	9.5	5.9
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.9	3.8
Inflacja CPI (% średnia)	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.9	4.5
Płace nominalne (% r/r)	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	10.5	6.2
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	4.00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.72	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.63	4.13
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2.81	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.00	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.76	3.79	3.77	4.04	4.38	3.92	4.25	3.79
USD/PLN (Średnia)	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.19	4.07	4.01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.35	4.43
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.34	4.39

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11.4	-1.4	14.6	-8.8	-16.6	12.6	-3.7	-8.0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.9	-0.2	2.4	-1.3	-2.4	1.5	-0.4	-0.8
Saldo handlu zagranicznego	-6.1	-4.9	7.9	-9.1	-25.6	9.5	-2.3	-4.5
Eksport	254.0	246.6	251.3	311.7	339.5	361.6	373.6	415.0
Import	260.1	251.5	243.4	320.7	365.1	352.1	375.8	419.5
Saldo usług	25.9	26.9	26.2	31.7	38.5	40.9	40.7	43.6
Saldo dochodów pierwotnych	-22.6	-24.9	-22.8	-30.9	-27.2	-34.7	-38.5	-42.8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.7	-5.6	-5.6	-4.5
Saldo pierwotne sektora	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-2.1	-3.7	-3.3	-1.7
Dług publiczny (Polska metodologia)	46.3	43.3	47.6	43.7	39.4	40.0	42.8	43.3

Prognozy długoterminowe

	2021	2022	2023E	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.9	5.3	0.2	3.2	3.9	3.4	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	5.1	14.3	11.5	3.9	4.5	3.2	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5.1	-2.4	1.5	-0.4	-0.8	-0.7	-0.5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	6.75	5.75	5.75	4.00	3.75	3.75
USD/PLN (Koniec okresu)	2.95	4.38	3.92	4.25	3.79	3.75	3.80
USD/PLN (Średnia)	3.01	4.45	4.19	4.07	4.01	3.73	3.77
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.69	4.35	4.35	4.43	4.46	4.48
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.69	4.54	4.34	4.39	4.45	4.47

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

Zuzanna Mroczka

Stażystka

zuzanna.mroczka@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

Fax: +48 22-657-76-80

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 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 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.

citi handlowy