



Styczeń 2024

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciółek, CFA
Zuzanna Mroczka

Citi Monthly

Spłószone gołębie

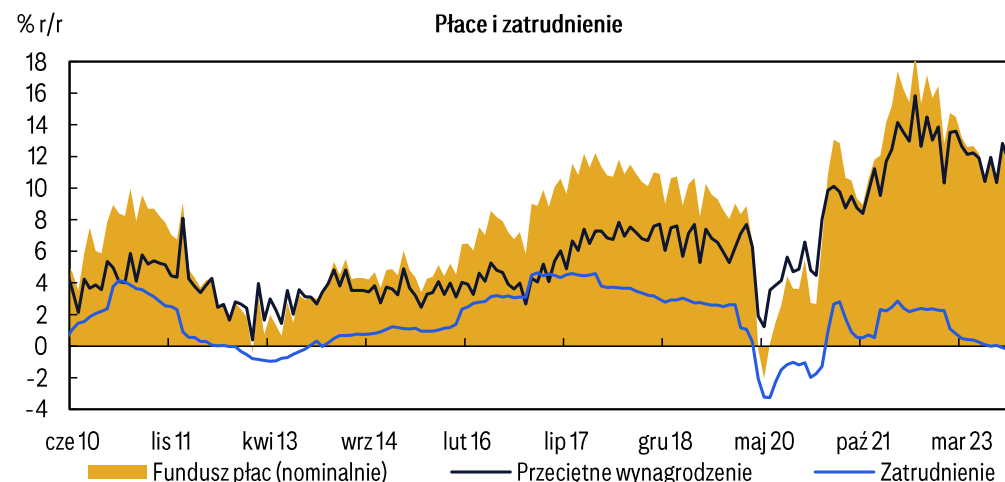
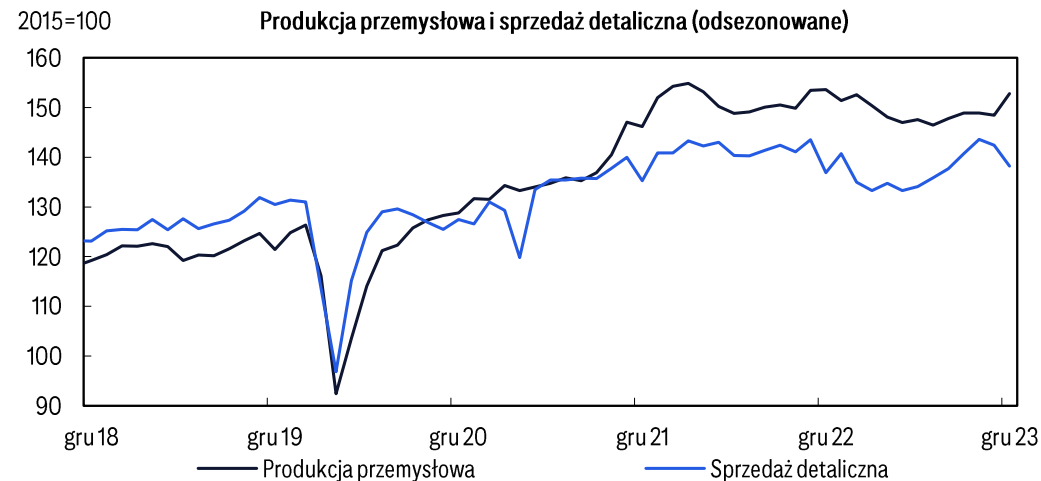
Podsumowanie

- Wraz z rozpoczęciem nowego roku, utrzymują się oczekiwania na silniejsze odbicie aktywności gospodarczej. Końcówka 2023 r. była zaskakująco dobra dla przemysłu i budownictwa, a w kolejnych miesiącach spodziewamy się również silniejszych wzrostów w konsumpcji.
- Więcej powodów do optymizmu dają sygnały pochodzące z Komisji Europejskiej. Po raz pierwszy od ponad dwóch lat napływ funduszy z Planu Odbudowy wydaje się realistycznym założeniem. Środki te powinny złagodzić przewidywaną słabość w inwestycjach.
- Dzięki wydłużeniu „tarcz”, inflacja może wkrótce spaść w pobliże celu inflacyjnego, jednak nie pozostanie tam zbyt długo. Jeżeli VAT rzeczywiście wzrośnie w II kwartale, ścieżka inflacyjna będzie miała kształt litery U, a pod koniec roku wskaźnik CPI może ponownie przekroczyć 5%.
- Dotychczas gołębia Rada Polityki Pieniężnej już w styczniu ponownie zaczęła martwić się inflacją. Spodziewamy się, że przynajmniej w pierwszej połowie roku RPP powstrzyma się od obniżek, a w całym roku skala łagodzenia polityki pieniężnej będzie mniejsza niż wycenia rynek finansowy.
- Początek roku przyniósł osłabienie złotego w relacji do euro oraz dolara i to w skali większej niż w przypadku innych walut regionu. Perspektywa bardziej ostrożnej polityki pieniężnej może z czasem pomóc stabilizować złotego.

Wzrost gospodarczy

Stopniowe ożywienie

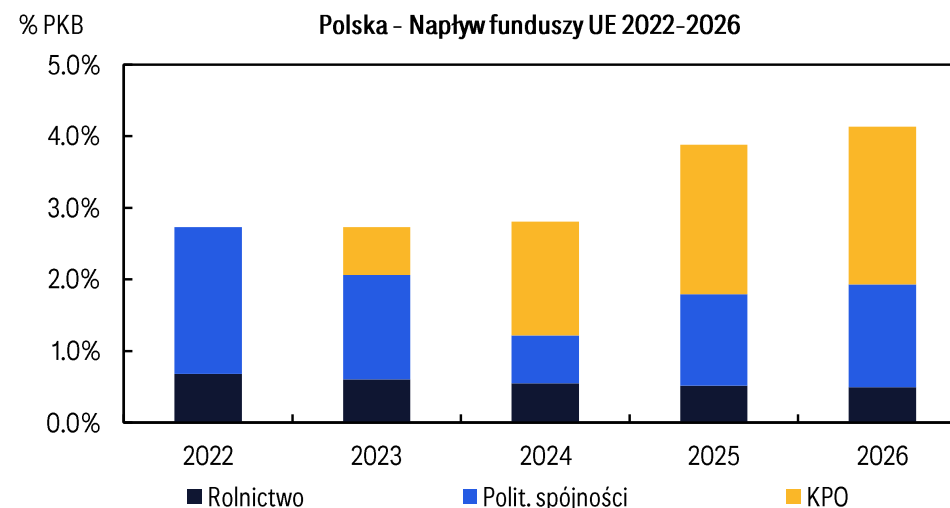
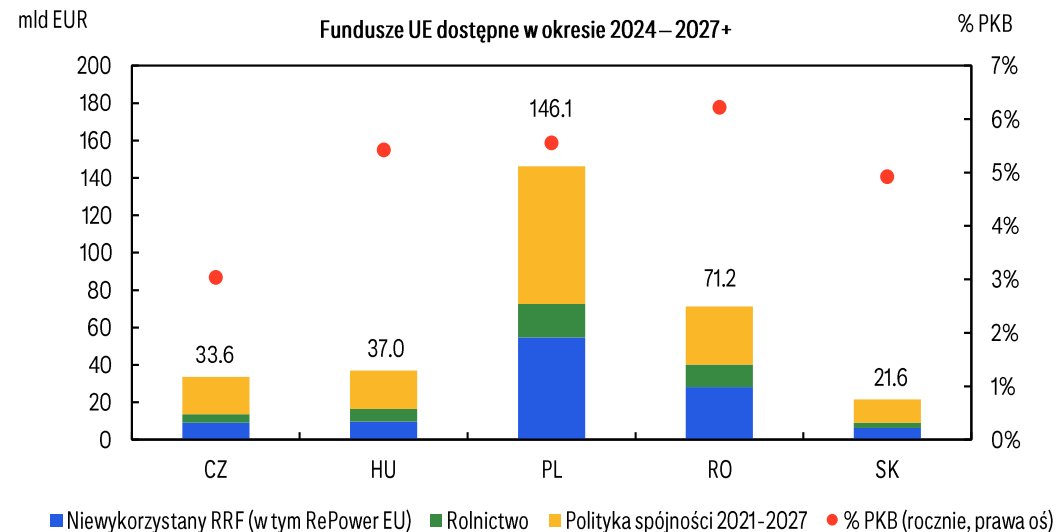
- Dane o aktywności gospodarczej w grudniu przedstawiają niejednoznaczny obraz. Z jednej strony produkcja przemysłowa oraz produkcja budowlana zaskoczyły pozytywnie (wyniki odpowiednio: -3,9% r/r oraz +14% r/r). Z drugiej strony zarówno płace, jak i sprzedaż detaliczna rozczarowały. Skala tąpnięcia w sprzedaży w grudniu jest szczególnie zaskakująca i przypuszczamy, że dane te mogą być zaburzone przez czynniki jednorazowe.
- Dzięki ogólnej poprawie aktywności w drugiej połowie roku, gospodarka w całym 2023 r. najprawdopodobniej wzrosła o około 0,5-0,6% r/r. Naszym zdaniem ożywienie będzie kontynuowane w kolejnych kwartałach.
- W całym 2024 roku spodziewamy się wzrostu PKB o przynajmniej 3,5% r/r. Znaczne podwyżki płac na początku bieżącego roku powinny napędzić silniejsze odbicie w sprzedaży, a także konsumpcji, stając się motorem wzrostu gospodarczego. Część wzrostu płac może zostać przeznaczona na odbudowę oszczędności, ale ponieważ podwyżki wynagrodzeń będą dotyczyć głównie gospodarstw domowych o niższych dochodach, trudno będzie uniknąć impulsu konsumpcyjnego.
- W przypadku inwestycji jesteśmy ostrożniejsi i spodziewamy się wyhamowania ich wzrostu ze względu na zakończenie transferów ze „starego budżetu” UE. Niemniej pozytywne sygnały płynące z Brukseli sugerują, że sytuacja w przypadku funduszy unijnych (a co za tym również inwestycji) może być lepsza niż zakłada nasz scenariusz podstawowy.



Fundusze unijne

Pierwsza zaliczka już w Polsce

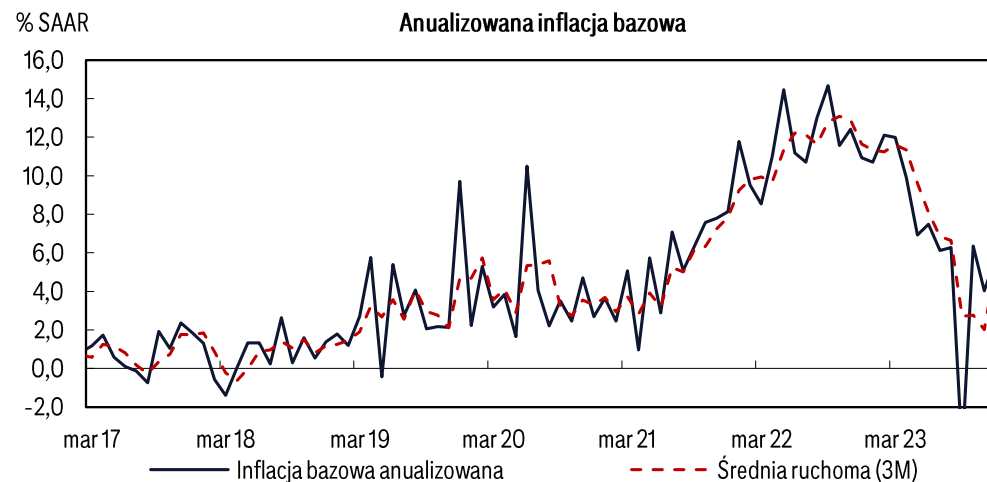
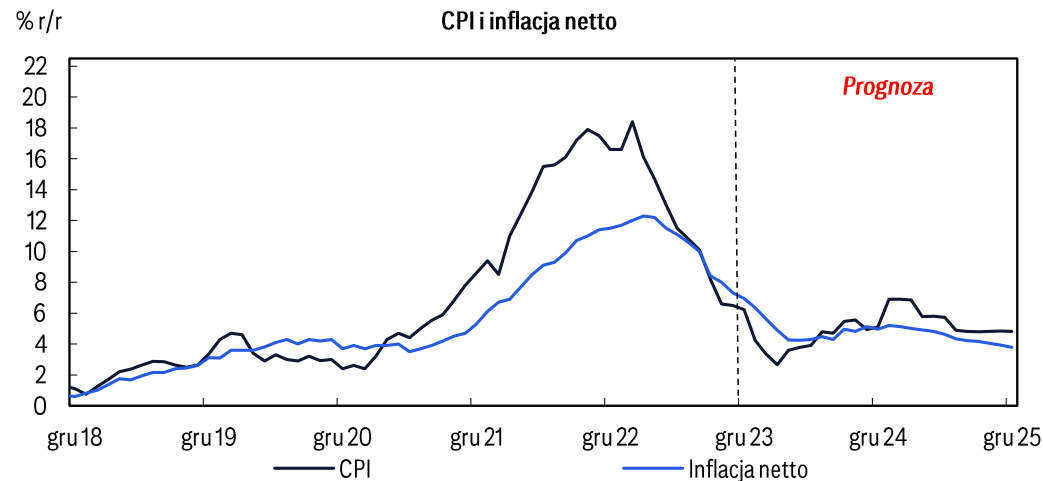
- Ostatnie miesiące 2023 roku przyniosły znaczny postęp jeżeli chodzi o dostęp do funduszy unijnych. W listopadzie Komisja Europejska zatwierdziła zmodyfikowany plan odbudowy, zwiększając ilość środków związanych z programem REPowerEU, którego celem jest uniezależnienie się od rosyjskich surowców energetycznych. Zatwierdzenie planu wydaje się być ważne dla Polski, której dostęp do funduszy unijnych był dotychczas częściowo zablokowany.
- Konsekwencją ruchu KE jest możliwość wypłaty zaliczek (w wysokości 20% funduszy REPowerEU), które nie są uwarunkowane spełnieniem jakichkolwiek kamieni milowych. Polska w ramach prefinansowania programu REPowerEU otrzymała 5 mld EUR, co ma szczególne znaczenie biorąc pod uwagę oczekiwane zmniejszenie pozostałych funduszy unijnych w 2024 roku. W naszej opinii trudno przecenić znaczenie funduszy z KPO, gdyż bez nich Polska otrzymałaby znacznie mniejsze kwoty środków unijnych na lata 2021-2027 niż na 2014-2020.
- W nadchodzących miesiącach spodziewamy się zmian jeśli chodzi o dostęp do funduszy z KPO, które nadal – przynajmniej formalnie – pozostają dla Polski zablokowane. Pozytywne sygnały płynące ze strony KE oraz próby poprawy sytuacji prawnej przez nowy rząd sugerują, że nawet jeżeli proces ten nie będzie szybki, środki popłyną do Polski jeszcze w 2024 roku, a z czasem ich napływy będą rosły. Zakładamy, że będzie to 13 mld EUR, podczas gdy rząd planuje składać wnioski o nawet 23 mld EUR.



Inflacja

U-kształtna ścieżka inflacji

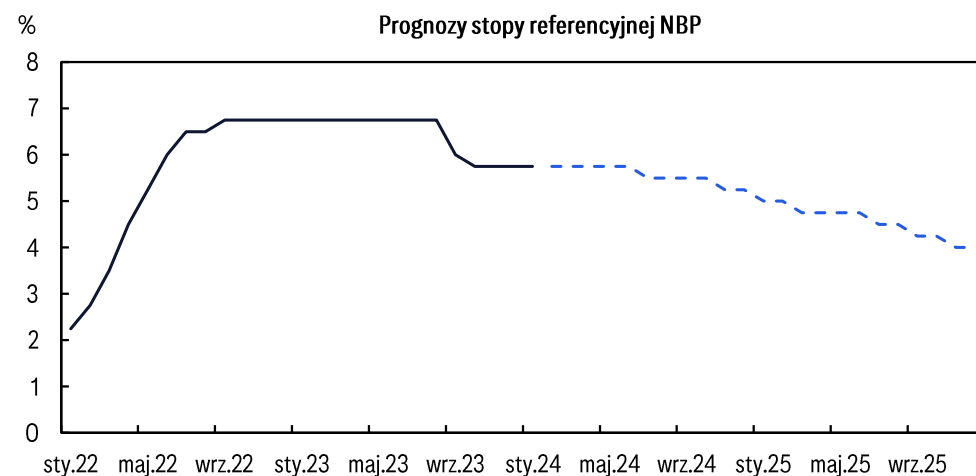
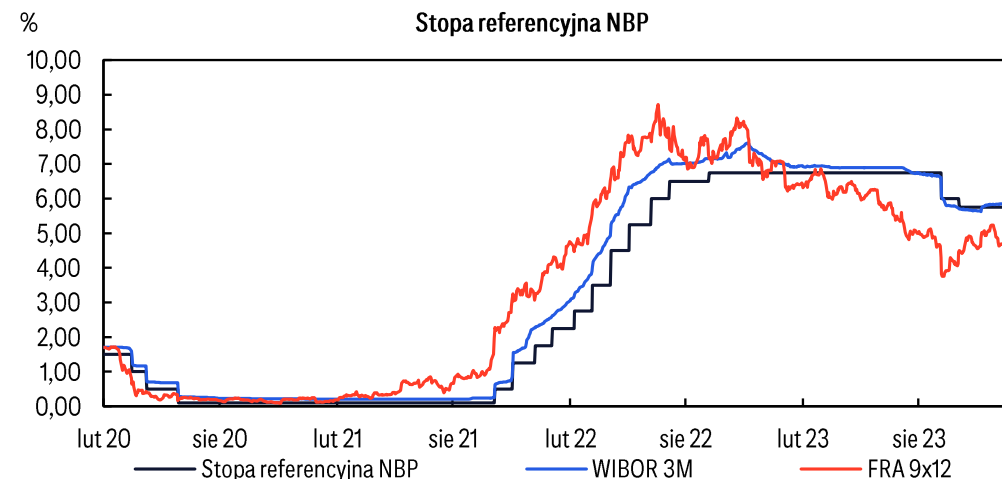
- W grudniu inflacja obniżyła się do 6,2% r/r, a prognozy na kolejne miesiące wskazują na dalsze spadki w pierwszych miesiącach 2024 r. Przedłużenie okresu, w którym będzie obowiązywała obniżona stawki VAT oraz dłuższe mrożenie cen energii przesunęły ścieżkę tegorocznej inflacji w dół w porównaniu z wcześniejszymi prognozami.
- Nasz scenariusz wskazuje, że w marcu wskaźnik CPI może spaść w pobliże celu inflacyjnego (2,5%), aby następnie zacząć rosnąć. Pod koniec 2024 roku inflacja może ponownie przekraczać 5%, ale tak naprawdę konkretny poziom indeksu CPI będzie uzależniony od tego, jak szybko dotychczasowe „tarcze antyinflacyjne” będą eliminowane. Niepewność dotycząca tempa uwalniania cen energii oraz podwyżki VAT jest wyjątkowo wysoka, szczególnie biorąc pod uwagę z jednej strony napiętą sytuację budżetową, a z drugiej strony napięty kalendarz wyborczy.
- Ze względu na nieprzewidywalność czynników administracyjnych i ich wpływu na CPI, obecnie coraz większą uwagę przywiązujemy do kształtowania się inflacji bazowej. W ostatnich miesiącach inflacja bazowa rosła średnio w tempie zbliżonym do 0,5% m/m (po oczyszczeniu z sezonowości), co jest spójne z wskaźnikiem rocznym na poziomie zbliżonym do 6% r/r. Co więcej, dane z ostatnich miesięcy sugerują wyłuszczenie trendu spadkowego po wcześniejszych okołowyborczych obniżkach cen. W sumie dostępne dane potwierdzają dotychczasowe przypuszczenia, że powrót inflacji na stałe w okolice celu RPP będzie długotrwałym procesem.



Polityka pieniężna

Nagły zwrot akcji

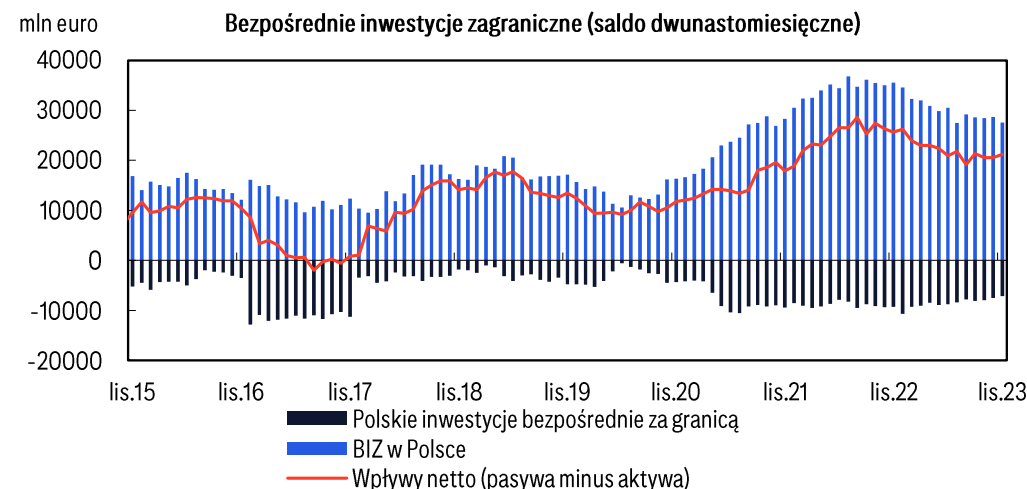
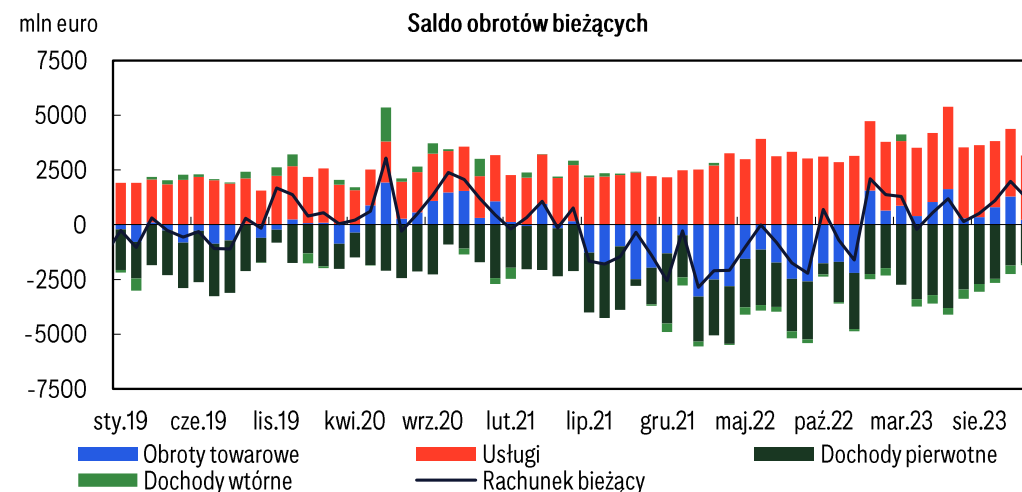
- Rada Polityki Pieniężnej, która jeszcze we wrześniu i październiku zdecydowanie cięła stopy procentowe, w styczniu zaczęła zwracać uwagę na zagrożenia inflacyjne. Na pierwszym w tym roku posiedzeniu RPP pozostawiła stopę referencyjną bez zmian (5,75%), lecz jednocześnie szef banku centralnego mocno akcentował perspektywę wzrostu inflacji w trakcie 2024 r. Dodatkowo, jeden z członków RPP zasugerował, że w przypadku wygaszenia rządowych tarcz inflacyjnych Rada mogłaby się zdecydować albo na podwyżki stóp, albo wręcz na sprzedaż obligacji, które NBP zakupił podczas pandemii.
- Ponieważ NBP posiada obligacje rządowe warte ponad 73 mld zł oraz obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa o wartości 62 mld zł, ich sprzedaż mogłaby zachwiać rynkiem długu i przynajmniej przejściowo doprowadzić do osłabienia złotego. Perspektywa takich działań wywołała kontrowersje, co ostatecznie sprawiło, że rzecznik NBP oraz członkowie zarządu zdementowali doniesienia.
- Z dotychczasowego gołębiego tonu RPP niewiele pozostało. Sam fakt pojawienia się dyskusji o zmniejszaniu bilansu NBP pokazuje, że RPP jest daleko do myślenia o dalszym łagodzeniu polityki monetarnej. Najbardziej prawdopodobny scenariusz na najbliższe miesiące to pozostawienie stóp procentowych bez zmian. W drugiej połowie roku może się pojawić przestrzeń do obniżek, szczególnie jeżeli na takie ruchy zdecydują się największe banki centralne. Niemniej, nawet jeżeli dojdzie do cięć stóp, ich skala zapewne będzie niewielka (w sumie około 50 pb w całym roku).



Bilans płatniczy

Eksport w dół

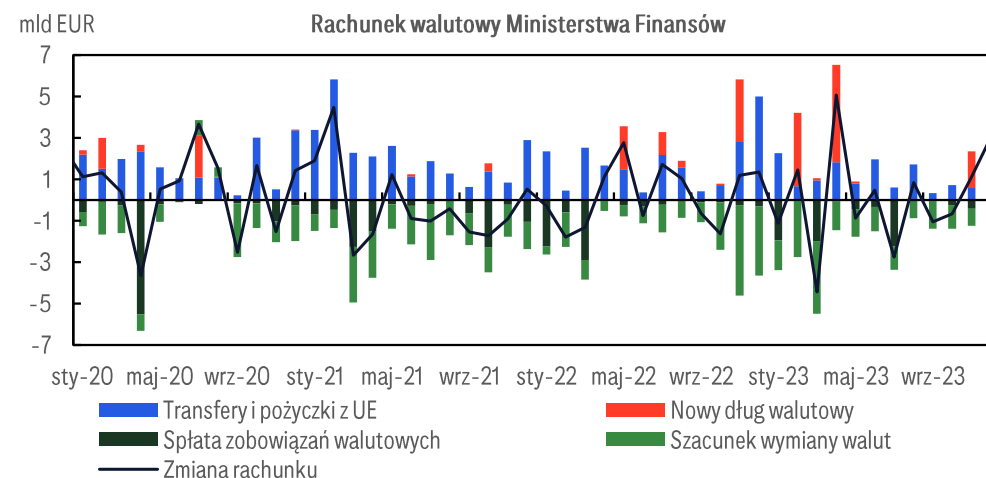
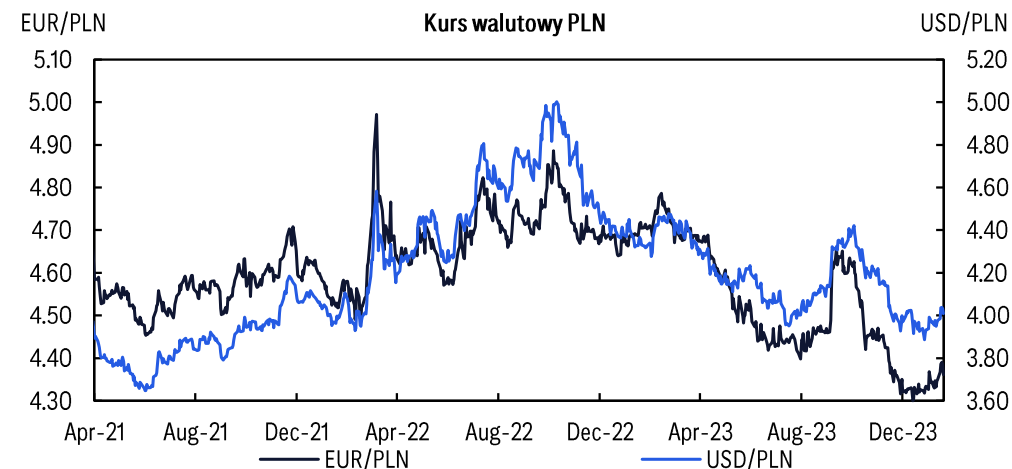
- W listopadzie ponownie odnotowano nadwyżkę na rachunku bieżącym, która zmniejszyła się jednak względem października (2,119 mld EUR) i wyniosła 1,325 mld EUR. Taki wynik oznacza, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących w ujęciu dwunastomiesięcznym wyniosło już 1,4% PKB.
- Eksport w ujęciu rocznym zmniejszył się o 2,1%, co jest gorszym odczytem niż miesiąc wcześniej, gdyż w październiku wzrósł on o 2,3% r/r. Jednocześnie import spadł o 8,0%. NBP w swoim komunikacie wskazał, że najsilniej zmniejszyła się wartość importowanych paliw, głównie ze względu na silne obniżenie się cen w ujęciu rocznym. Zmniejszyła się również skala spadku importu towarów konsumpcyjnych. Saldo obrotów towarowych niezmiennie od początku 2023 roku pozostaje dodatnie, a w listopadzie wyniosło 230 mld EUR.
- Z kolei saldo na rachunku finansowym wyniosło w listopadzie 1,482 mld EUR. Relatywnie stabilny pozostaje napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, których dwunastomiesięczna wartość od pół roku waha się w przedziale od 27-30 mld EUR. W listopadzie zwiększył się również napływ kapitału z tytułu inwestycji portfelowych (1,414 mld EUR wobec 0,493 w październiku), nierezydenci zwiększyli swoje należności przede wszystkim z tytułu inwestycji w obligacje wyemitowanych przez rząd na rynku zagranicznym (1,2 mld EUR oraz 85,4 mld JPY).



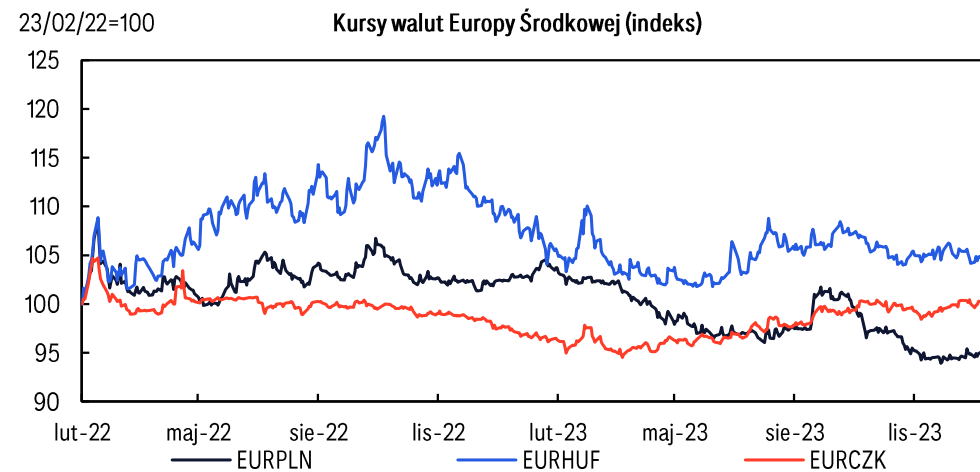
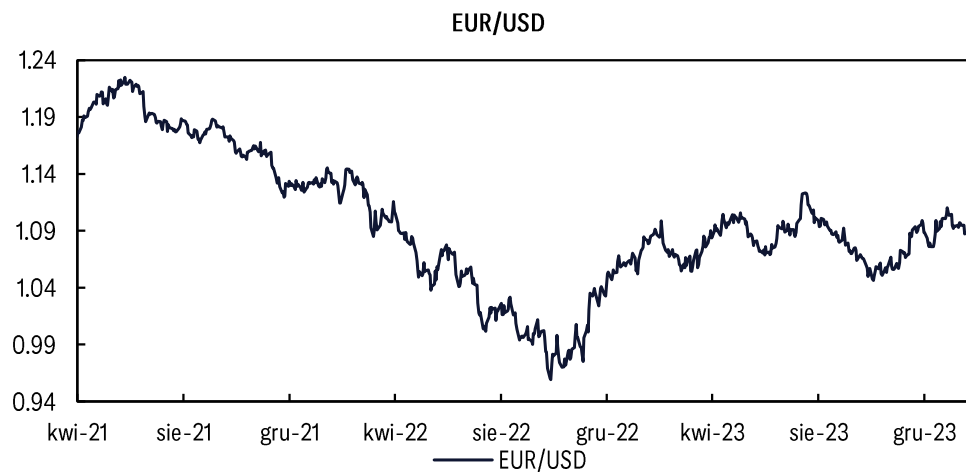
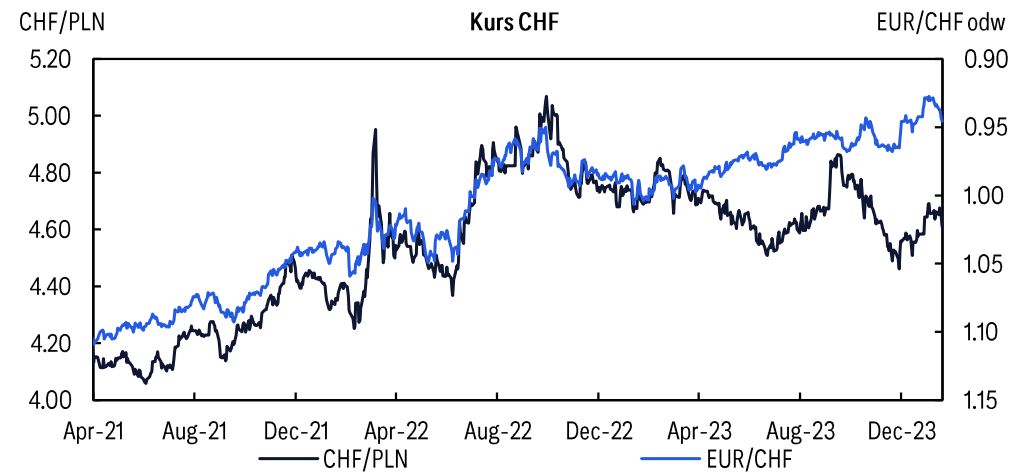
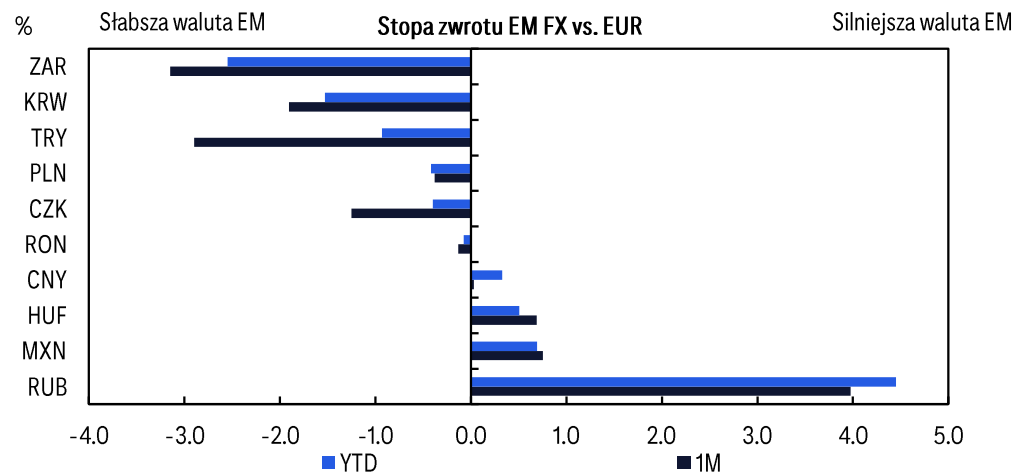
Rynek walutowy

Złoty oddał część zysków

- Początek roku przyniósł osłabienie polskiej waluty w relacji do euro oraz dolara. Kurs EUR/PLN notowany był już w okolicach poziomu 4,40, ponad 10 groszy wyżej niż w dołku z grudnia.
- Od początku roku złoty osłabił się nieco bardziej niż inne waluty krajów Europy Środkowo Wschodniej jak korona czy forint. Taka zmiana wynika do pewnego stopnia z przeszacowania przez inwestorów premii za ryzyko w związku z napięciami pomiędzy różnymi instytucjami szczebla państwowego. Może to oznaczać, że wdrożenie niektórych reform zaplanowanych przez rząd może być problematyczne lub potrwa dłużej niż oczekiwano tuż po wyborach parlamentarnych (kiedy to złoty się umacniał).
- W średnim terminie przecena polskiej waluty powinna być ograniczona. Pozytywnie na wycenę złotego będzie wpływała według nas jastrzębia retoryka RPP. Notowania kontraktów FRA jeszcze nie uwzględniają w pełni zmiany przekazania władz monetarnych i zakładają obniżki stóp procentowych o 50 pb w pierwszym półroczu. Zakładany przez nas brak takich działań ze strony Rady będzie ograniczał presję na PLN.
- W perspektywie do końca roku zakładamy, że kurs EUR/PLN będzie zmierzał w stronę poziomu 4,45. Pozytywny efekt związany z napływem środków z Unii Europejskiej został naszym zdaniem już odzwierciedlony w notowaniach rynkowych. Najbliższe miesiące mogą przynieść ograniczenie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, gdyż wyższy popyt krajowy powinien sprzyjać wzrostowi importu.



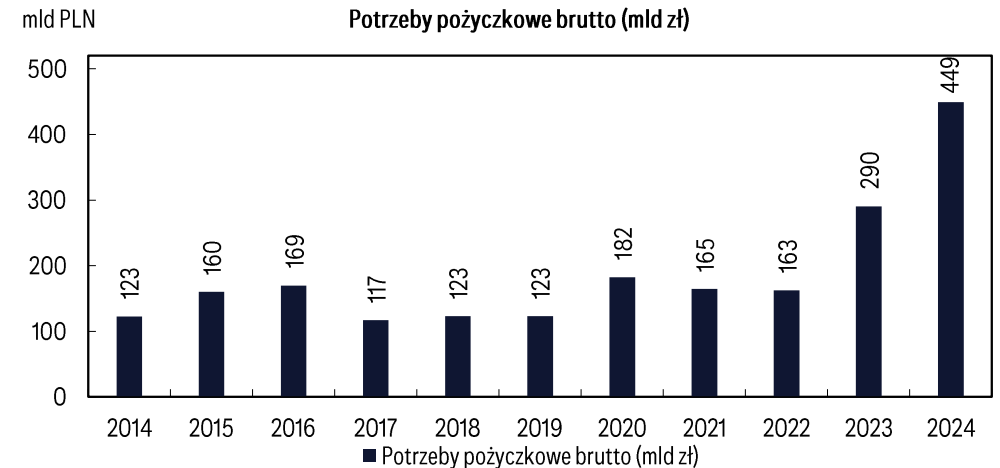
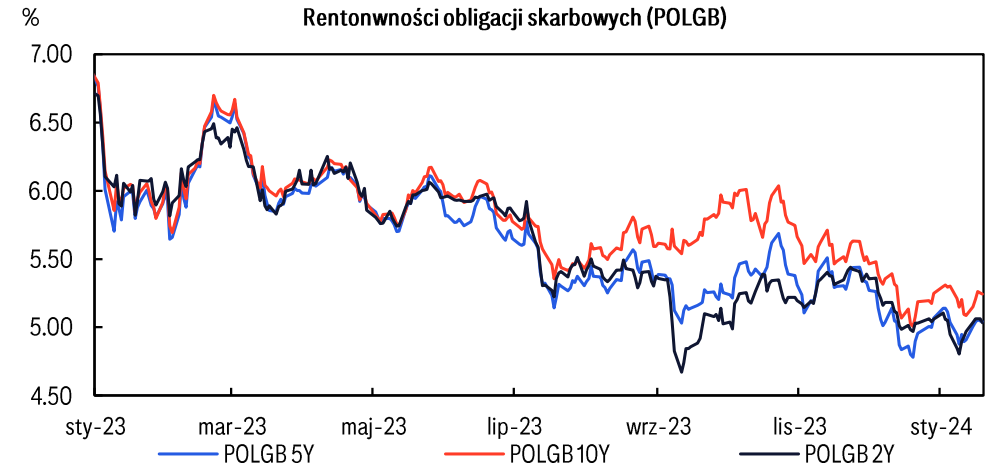
Rynek walutowy



Rynek długu

Krzywa blisko 5%

- Rentowności obligacji 2-letnich powróciły powyżej 5% po tym jak w ostatnim czasie lekkiemu przeszacowaniu uległy oczekiwania wobec polityki pieniężnej w kraju. Obniżka stóp procentowych przez RPP w marcu nie jest już w pełni wyceniona przez rynkowe notowania
- W przypadku dłuższego końca krzywej dochodowości również doszło w ostatnich tygodniach do wzrostów, o blisko 25 pb od połowy grudnia. Oprócz spodziewanych działań RPP, na notowania wpływało ograniczenie oczekiwań na obniżki stóp procentowych przez Fed już w marcu (po serii mocnych danych z amerykańskiej gospodarki). Dodatkowo czynnikiem, który ogranicza pole do spadku rentowności polskich obligacji jest planowana wysoka podaż papierów skarbowych.
- Tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto wynoszą 449 mld PLN, co stanowi ok. 12,4% PKB i stanowi zdecydowany wzrost z 290 mld PLN w 2023 roku (ok. 8,6% PKB). W procesie prefinansowania potrzeb pożyczkowych w ubiegłym roku zapewniono niecałe 25% z kwoty zaplanowanej na bieżący rok. W ostatnich latach skala prefinansowania była wyższa i wynosiła średnio ok. 40%. W tegorocznym planie finansowania zwiększono liczbę organizowanych w ciągu miesiąca aukcji obligacji złotych do 3 z maksymalnie 2 w latach ubiegłych. Ponadto istotnie rośnie wykorzystanie finansowania w walutach obcych, gdzie emisja obligacji może okazać się większa niż zakłada to MF w przypadku niedostatecznego popytu na dług denominowany w złotym.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2022	2023											
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	0,9	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,1	-2,3	-1,9	-3,3	1,9	-0,3	-3,9
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-6,4	-3,2	0,6	14,0	-14,4	4,7	1,5	-8,1	1,2	8,2	4,4	0,6	-9,8
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	3,4	2,9	-0,8	-0,4	-5,4	-2,2	-0,3	-2,1	-2,0	-3,9	0,7	-1,5	-5,6
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-0,9	2,0	6,6	-1,6	1,1	-0,6	1,6	1,1	3,5	11,5	9,8	3,9	14,0
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	0,2	0,1	-5,0	-7,3	-7,3	-6,8	-4,7	-4,0	-2,7	-0,3	2,8	-0,3	-2,3
Stopa bezrobocia (%)	5,2	5,5	5,6	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2,2	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
Ceny													
Inflacja (% r/r)	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2
Inflacja (% m/m)	0,1	2,5	1,2	1,1	0,7	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,4	0,3	0,7	0,1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	20,5	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,4
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0,6	2,1	-0,5	-0,6	-1,3	-1,9	-0,8	-1,1	-0,1	0,3	-0,6	-1,2	-0,8
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	10,3	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1722	2246	1467	1372	-230	589	1272	157	556	1176	2119	1325	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-2208	1557	643	863	402	1044	1633	302	340	802	1287	230	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	26392	28306	27041	31316	26460	28456	28747	25778	25666	27553	29886	29748	-
Eksport (% r/r)	11,6	19,2	14,8	16,1	1,8	4,3	4,0	0,0	-2,3	-4,2	2,3	-2,1	-
Import f.o.b. (mln EUR)	28600	26749	26398	30453	26058	27412	27114	25476	25326	26751	28599	29518	-
Import (% r/r)	14,6	10,4	-1,6	3,3	-9,6	-5,0	-5,8	-7,4	-11,9	-14,7	-7,7	-8,0	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2022	2023											
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,4	6,9	7,4	6,5	6,7	7,1	7,9	8,0	7,3	8,3	8,2	7,6	-
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	3,2	4,0	6,5	9,5	10,1	10,6	11,4	11,5	11,8	12,4	11,6	11,5	-
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	11,6	15,9	17,3	12,4	13,0	12,7	13,5	14,8	11,1	11,2	10,9	8,7	-
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	-3,9	-4,4	-4,9	-5,1	-5,0	-4,5	-5,0	-4,9	-4,3	-3,9	-3,9	-3,5	-
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	9,7	10,1	7,9	7,0	3,3	1,9	0,8	-1,6	-6,1	-4,8	-5,6	-5,0	-
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75
WIBOR 3M (średnio)	7,01	6,85	6,83	6,82	6,80	6,80	6,80	6,71	6,59	5,89	5,58	5,67	5,75
WIBOR 3M (koniec okresu)	6,92	6,85	6,84	6,79	6,80	6,80	6,80	6,66	6,55	5,67	5,56	5,73	5,78
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	8,33	7,69	7,10	7,13	6,89	6,96	6,34	6,46	6,18	5,56	5,61	5,74	5,69
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	6,96	5,97	6,27	6,02	6,05	5,99	5,75	5,37	5,42	5,04	5,23	5,53	5,09
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	6,88	5,88	6,52	5,98	6,02	5,99	5,63	5,30	5,56	5,25	5,38	5,44	4,83
EUR/PLN (koniec okresu)	4,69	4,71	4,72	4,68	4,59	4,54	4,45	4,41	4,47	4,64	4,45	4,35	4,35
USD/PLN (koniec okresu)	4,40	4,35	4,45	4,29	4,18	4,26	4,11	4,00	4,11	4,37	4,17	3,98	3,94
EUR/USD (koniec okresu)	1,07	1,08	1,06	1,09	1,10	1,07	1,09	1,10	1,09	1,06	1,06	1,09	1,11
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	12,6	-11,2	0,0	12,0	10,0	20,9	12,7	13,1	16,6	34,7	36,4	42,6	-
Def. budżetowy skum. (% planu)*	42%	-17%	0%	18%	15%	31%	19%	19%	24%	51%	54%	63%	-

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	692	802	870	971
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,372	3,617	3,905
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,083	22,896	25,546
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
Konsumpcja (% 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	6,2	5,1	4,8
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,3	5,6
Płace 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	5,88	5,26	4,13
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,24	5,10	5,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,93	4,25	3,81
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,16	4,02
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,34	4,47	4,55
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,42	4,51

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	14,5	-2,0	-6,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,9	-0,2	2,4	-1,3	-2,4	1,8	-0,2	-0,6
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-4,9	7,9	-9,1	-25,6	10,2	-1,7	-3,7
Eksport	254,0	246,6	251,3	311,7	339,5	366,8	378,0	410,6
Import	260,1	251,5	243,4	320,7	365,1	356,6	379,6	414,4
Saldo usług	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	40,8	40,6	42,5
Saldo dochodów pierwotnych	-22,6	-24,9	-22,8	-30,9	-27,2	-33,5	-37,4	-40,6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-5,8	-5,1
Saldo pierwotne sektora	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	43,0	43,9

Prognozy długoterminowe

	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	4,3	5,6	3,2	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,1	-2,4	1,8	-0,2	-0,6	-0,5	-0,3
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	3,93	4,25	3,81	3,84	3,90
USD/PLN (Średnia)	3,01	4,45	4,20	4,16	4,02	3,82	3,87
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,96	4,69	4,34	4,47	4,55	4,57	4,58
EUR/PLN (Średnia)	3,99	4,69	4,54	4,42	4,51	4,56	4,57

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

Zuzanna Mroczka

Stażystka

zuzanna.mroczka@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 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