

Citi Monthly

Kolejne obniżki po wakacjach

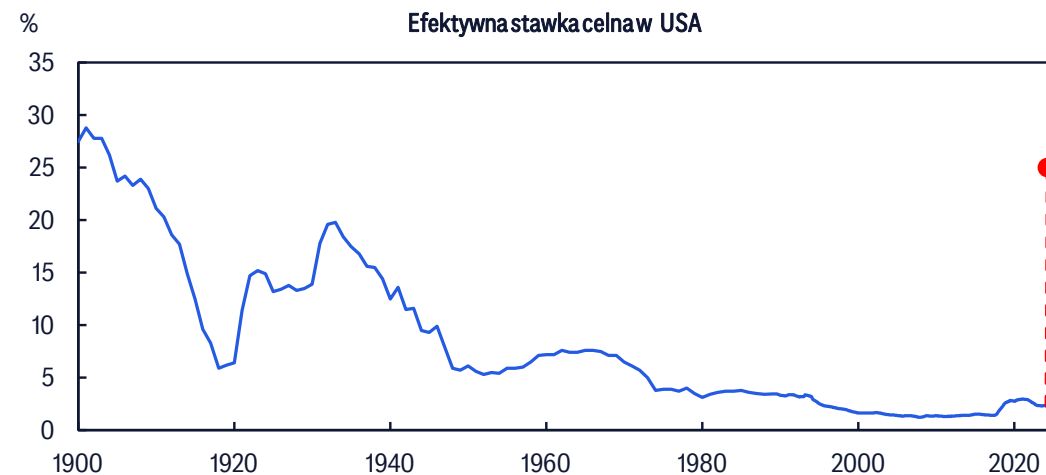
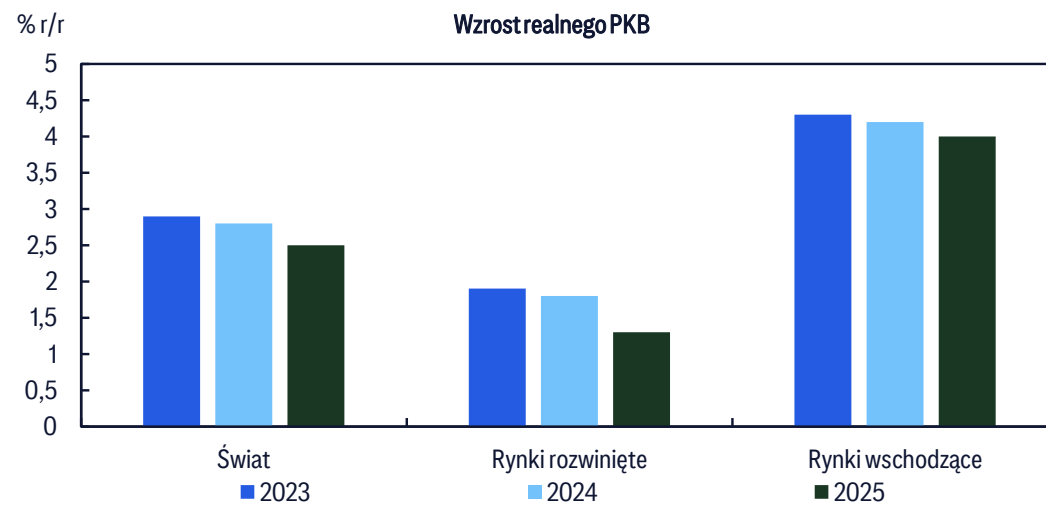
Podsumowanie

- Porozumienie handlowe między UE oraz Stanami Zjednoczonymi częściowo redukuje niepewność dotyczącą przyszłych ceł, ale nowe stawki celne są wyższe niż jeszcze niedawno zakładano. Może to negatywnie wpływać na aktywność gospodarczą w Europie w drugiej połowie roku, ograniczając skalę ożywienia w polskim przemyśle.
- Pomimo niekorzystnego otoczenia zewnętrznego wzrost gospodarczy w kraju jest wspierany przez silny popyt konsumpcyjny oraz wzrosty inwestycji. W całym roku gospodarka może wzrosnąć o ponad 3,5%, co wydaje się niezłym osiągnięciem nie tylko na tle wyników innych krajów UE, lecz również w porównaniu z średnioterminowym potencjałem polskiej gospodarki.
- Na rynku pracy dynamika płac wciąż utrzymuje się na podwyższonym poziomie, jednak oczekujemy jej stopniowej normalizacji w kolejnych kwartałach. W przeciwieństwie do lat 2022-2023 presja płacowa wydaje się obecnie mniej odczuwalna i mniej widoczna w dostępnych danych.
- Inflacja w drugiej połowie roku najprawdopodobniej wyraźnie spadnie. Po tym, jak w pierwszych miesiącach roku wskaźnik CPI oscylował w okolicach 4-5%, już wkrótce dynamika cen może obniżyć się poniżej 3%, tym samym powracając w pobliże celu inflacyjnego RPP.
- Pomimo wcześniejszej bardzo ostrożnej retoryki, w lipcu Rada Polityki Pieniężnej postanowiła obniżyć stopy procentowe o 25 pb. Naszym zdaniem wiele wskazuje, że cykl cięć będzie kontynuowany również w kolejnych miesiącach. Obniżki będą jednak następowały stopniowo, a w pierwszej połowie przyszłego roku stopa referencyjna może spaść lekko poniżej 4%.

Otoczenie zewnętrzne

Gospodarka i polityka pieniężna pod presją

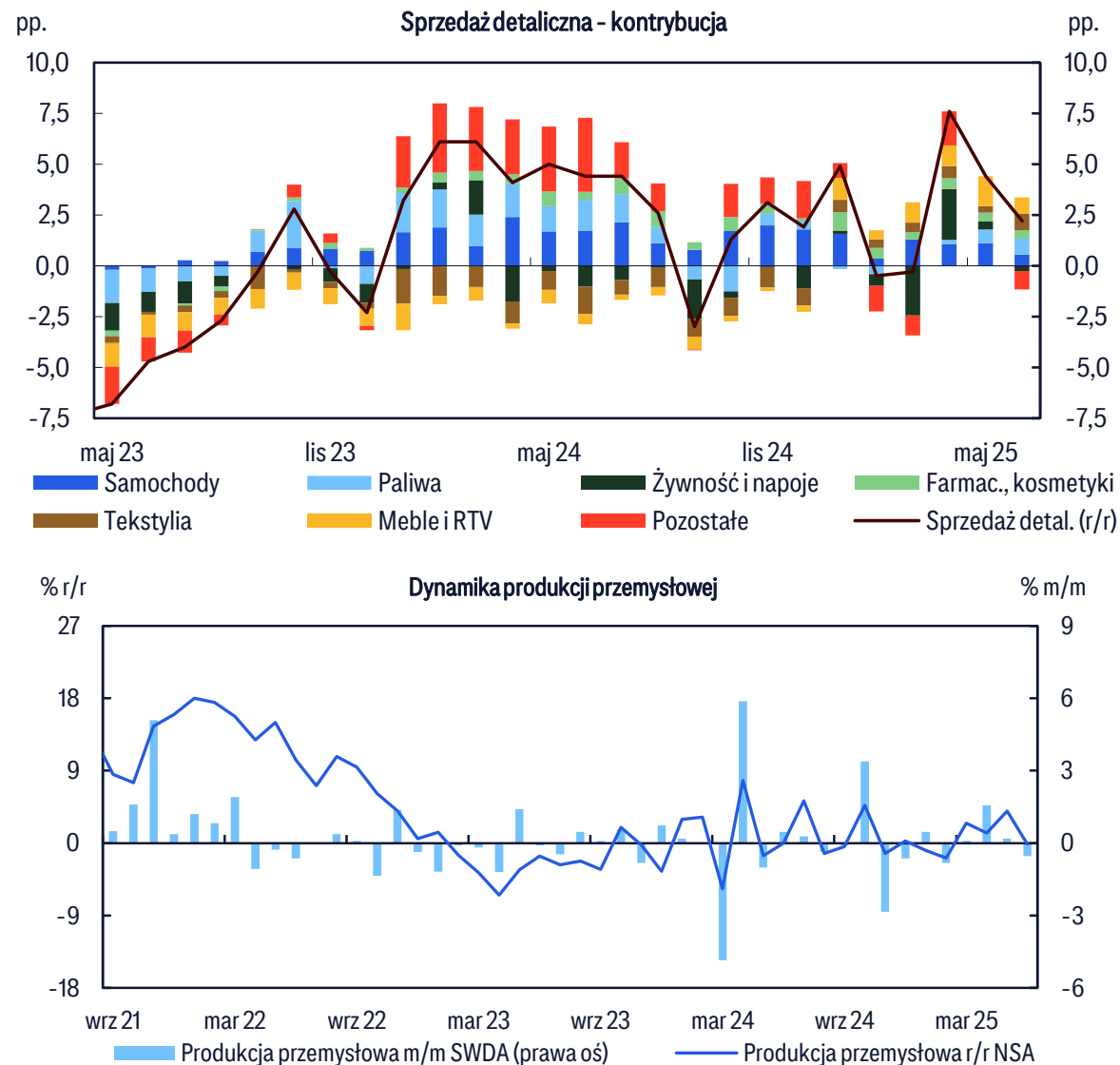
- Prognozy wzrostu gospodarczego na świecie pozostają umiarkowane. Szacujemy, że tempo globalnego wzrostu za rok 2025 wyniesie 2,5%, co oznaczałoby lekki spadek względem dwóch poprzednich lat. W szczególności słabsze perspektywy dotyczą USA, Kanady, Meksyku, Brazylii, Korei i Wielkiej Brytanii. Z drugiej strony, spodziewamy się przyspieszenia wzrostu w strefie euro do 1,3%, wobec 0,8% w ubiegłym roku, m.in. dzięki obniżkom stóp oraz silnym wynikom z I kwartału. Wzrost gospodarczy w Chinach szacujemy na poziomie 5% i pomimo wpływu ceł stymulacja fiskalna oraz stabilna konsumpcja powinny utrzymać tempo zbliżone do celu władz.
- Jednocześnie coraz wyraźniejsze stają się efekty zmian polityki celnej USA – nowy pakiet ceł może podnieść efektywną stawkę do ponad 25%, co byłoby najwyższym poziomem od lat 30. XX w. Zdaje się, że taryfy, które dotychczas były w dużej mierze absorbowane przez firmy, coraz częściej przekładać będą się na wzrost cen i spadek realnych dochodów, co w efekcie ograniczać będzie wzrost gospodarczy w USA.
- Narastające napięcia handlowe i spowolnienie globalne, prowadzące do presji dezinflacyjnej, skłaniają banki centralne do luzowania polityki monetarnej. Spośród 30 głównych banków centralnych na świecie, prawdopodobnie aż 23 dokona obniżek stóp do końca roku. Wiele wskazuje na to, że Fed pozostanie w trybie „wait and see” do końca lata, jednak w dalszej części roku może rozpocząć cykl obniżek. Oczekujemy także, że EBC dokona cięcia o 50 pb w bieżącym roku, co sprowadzi stopę depozytową do poziomu 1,5%.



Aktywność ekonomiczna

Sprzedaż spowalnia, produkcja spada

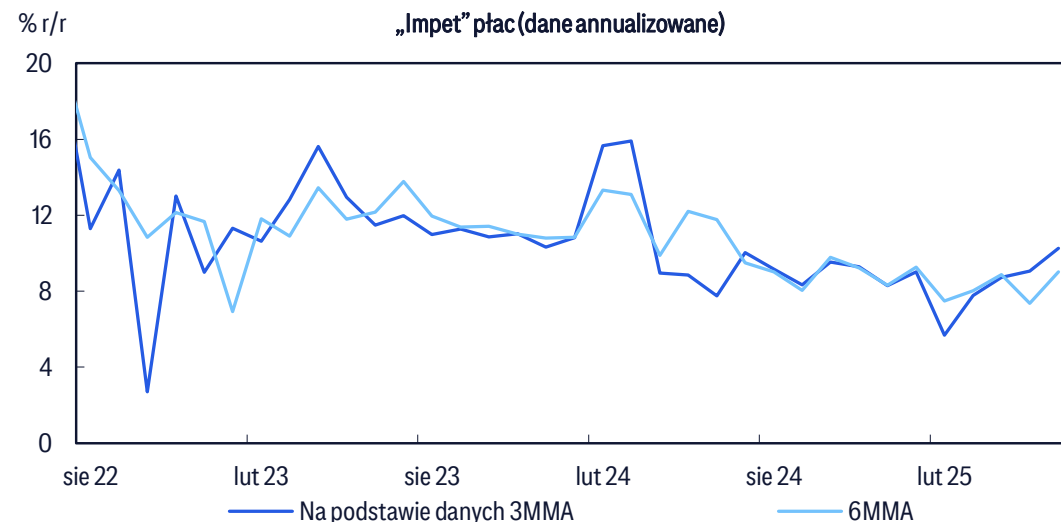
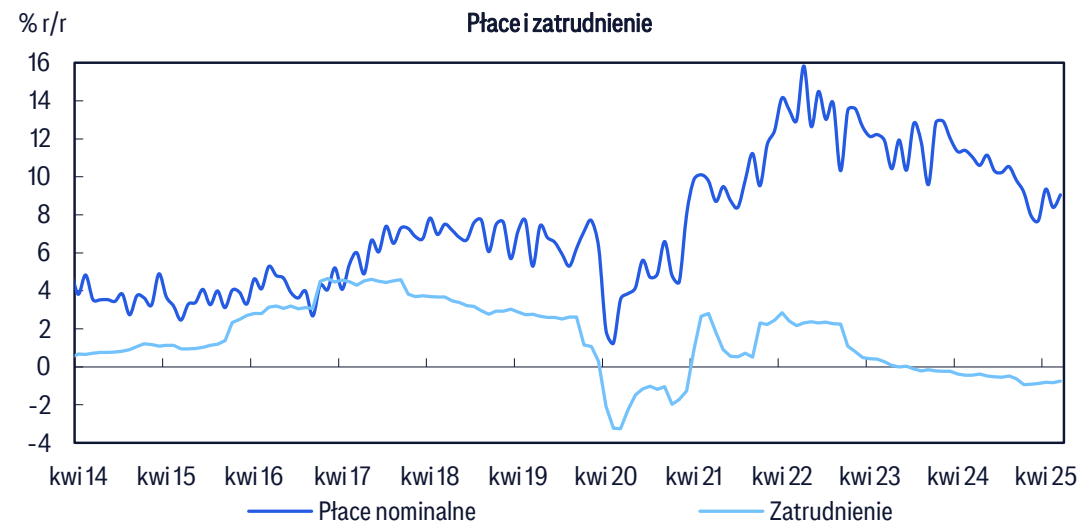
- W czerwcu wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił do 2,2% r/r, wobec 4,4% w maju. Z kolei w ujęciu miesięcznym wzrost sprzedaży wyniósł 0,7% (po wyeliminowaniu sezonowości). Choć dane o sprzedaży detalicznej podlegają fluktuacjom, to w I półroczu 2025 r. sprzedaż detaliczna była wyższa o 3,7% wobec analogicznego okresu rok wcześniej, dzięki czemu konsumpcja prywatna wciąż stanowi główną składową wzrostu PKB.
- Dane o produkcji przemysłowej nie zachwyciły - w czerwcu odnotowano jej spadek w ujęciu zarówno rocznym (-0,1% r/r), jak i miesięcznym (-0,5% m/m po oczyszczeniu z sezonowości). Nie jest to jednak nic nowego. Utrzymująca się w poprzednich miesiącach niepewność dotycząca amerykańskich ceł na towary europejskie z pewnością nie sprzyjała polskiemu przemysłowi. Podobnie, stagnacja w Niemczech, które są największym rynkiem eksportowym Polski, może dodatkowo hamować wzrost polskiego przemysłu.
- Pomimo słabej aktywności w czerwcu wciąż spodziewamy się kontynuacji odbicia wzrostu gospodarczego, którego wartość za II kwartał szacujemy na poziomie 3,5% r/r, co w konsekwencji powinno prowadzić do wzrostu gospodarczego w całym roku na poziomie ok. 3,7%. Główne zagrożenia pozostają te same – co prawda porozumienie handlowe między USA oraz UE zmniejsza niepewność gospodarczą, jednak same stawki celne (15%) są wyższe niż wcześniej zakładaliśmy i mogą ciążyć europejskim firmom przetwórczym.



Rynek pracy

Czy rynek pracy się normalizuje?

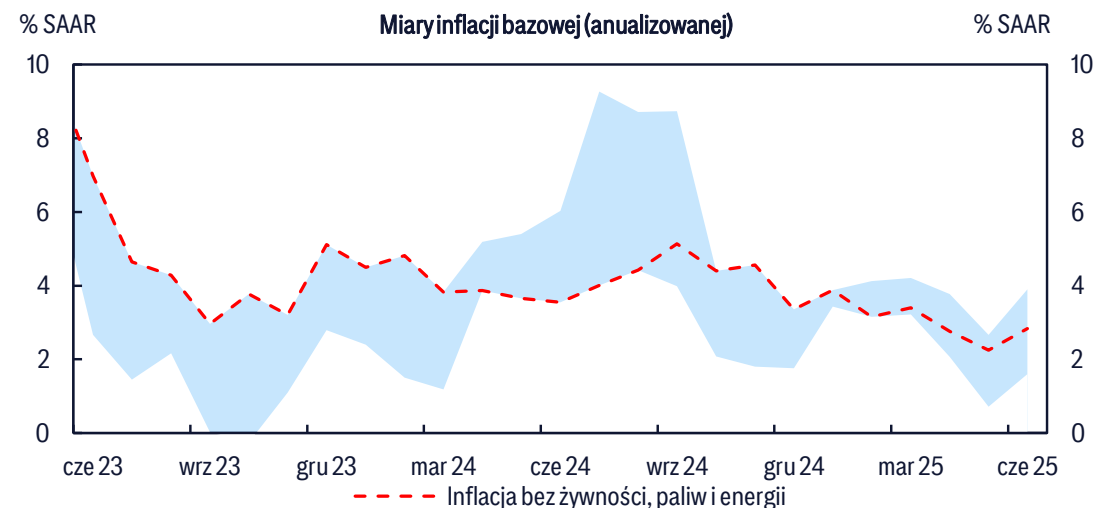
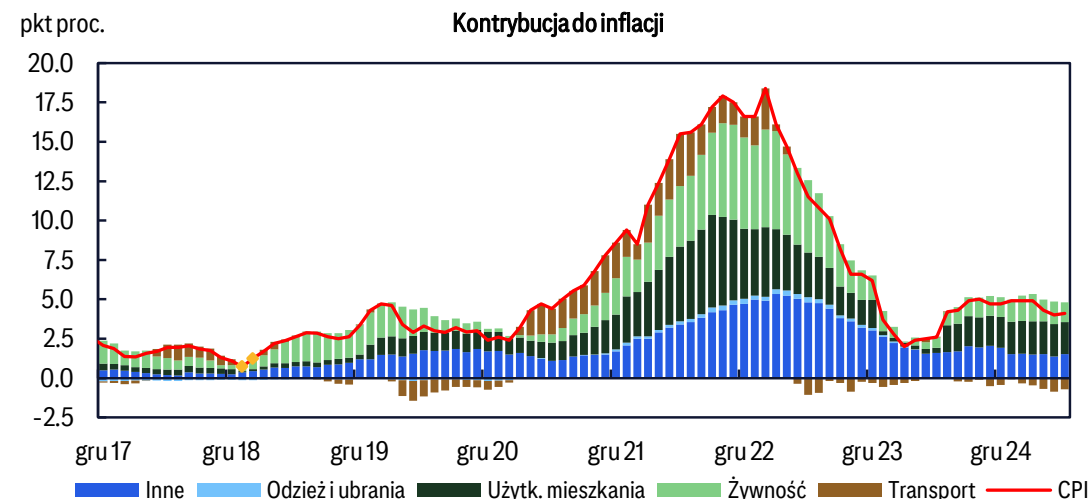
- W czerwcu wzrost przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw ukształtował się na poziomie 9% r/r, wobec 8,4% r/r w maju. Odczyt okazał się silniejszy od naszych i rynkowych oczekiwań, ale różnica była na tyle niewielka, że trudno na jej podstawie wyciągać daleko idące wnioski.
- W ujęciu miesięcznym i odsezonowanym płace zwiększyły się o około 0,9%, niemniej za wzrost ten w dużym stopniu odpowiadało zwiększenie się przeciętnego wynagrodzenia w sektorze górniczym o około 18% m/m (dane odsezonowane).
- Niezależnie od wynagrodzeń w górnictwie, na uwagę zasługuje fakt, że obserwowane wcześniej osłabienie presji płacowej w przedsiębiorstwach zostało częściowo odwrócone. Zannualizowany wzrost płac w ostatnich trzech miesiącach wzrósł ponownie do około 10% (wykres obok), co wskazuje na utrzymujący się silny impet płac. Spodziewamy się jednak, że w kolejnych miesiącach nastąpi jego spowolnienie, na co wskazują choćby wnioski płynące z badania ankietowego przeprowadzonego przez NBP. Obecnie tylko około 1/3 badanych firm zamierza zwiększać wynagrodzenia, ponadto coraz mniej przedsiębiorców dostrzega presję płacową (63%), a zaledwie jedna firma na dziesięć widzi nasilenie tej presji (wobec ok. 40% dwa lata temu).
- Naszym zdaniem, twarde dane oraz badanie ankietowe sugerują, że dalsza normalizacja sytuacji na rynku pracy pozostaje scenariuszem bazowym.



Inflacja

Pożegnanie z czwórką

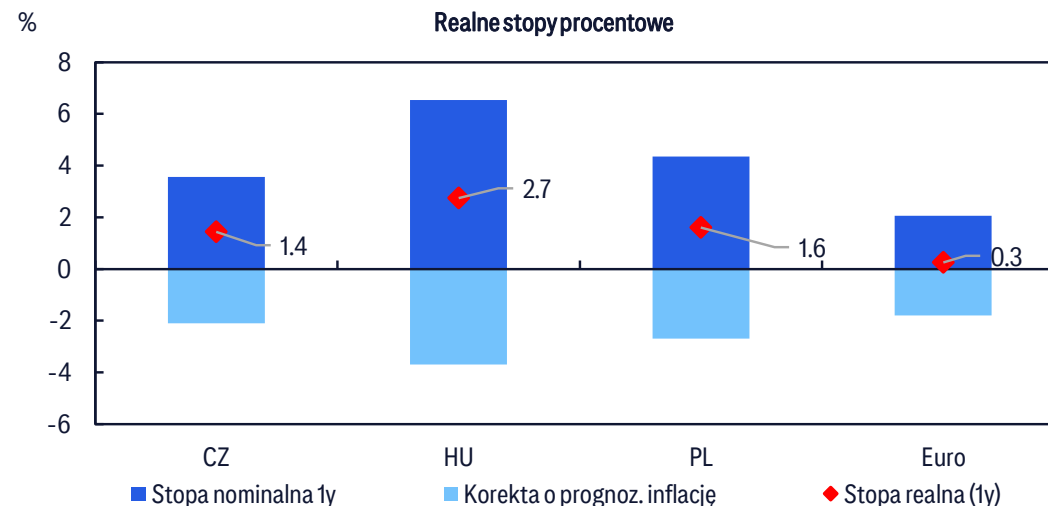
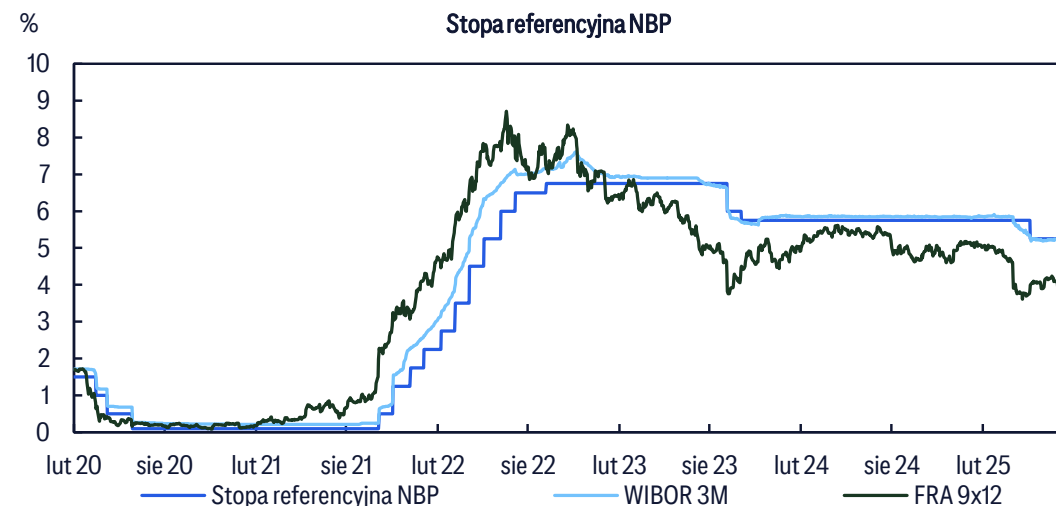
- W najbliższych miesiącach inflacja zejdzie na nowe, dużo niższe poziomy. O ile przez całą pierwszą połowę roku wskaźnik CPI oscylował w przedziale 4–4,9%, nasze szacunki wskazują, że w lipcu może on spaść do około 3%.
- Spodziewany głęboki spadek inflacji na początku III kwartału to w dużym stopniu efekt wysokiej statystycznej bazy. Rok temu w lipcu ceny nośników energii wzrosły o niemal 12%, co przy braku podobnych podwyżek w tym roku, powinno obniżyć inflację. Niemniej niezależnie od kształtowania się cen energii, spadkowi wskaźnika CPI sprzyja również osłabienie presji cenowej w innych kategoriach. Impet inflacji bazowej wyniósł czerwcu około 2,8% i był niższy niż 3,4% pod koniec ubiegłego roku.
- Dotychczasowa trajektoria inflacji sugeruje, że w przyszłym roku wskaźnik CPI może spaść do poziomu celu banku centralnego. Jeżeli amerykańska polityka celna doprowadzi do przekierowania części towarów z Azji na rynek europejski, może to dodatkowo wzmocnić presję dezinflacyjną.
- Z czasem trend spadkowy inflacji powinien wyhamować na skutek obniżek stóp procentowych. Biorąc jednak pod uwagę opóźnienie między działaniami banku centralnego a reakcją gospodarki, efektów można spodziewać się najwcześniej za rok.



Polityka pieniężna

Kolejna obniżka stóp

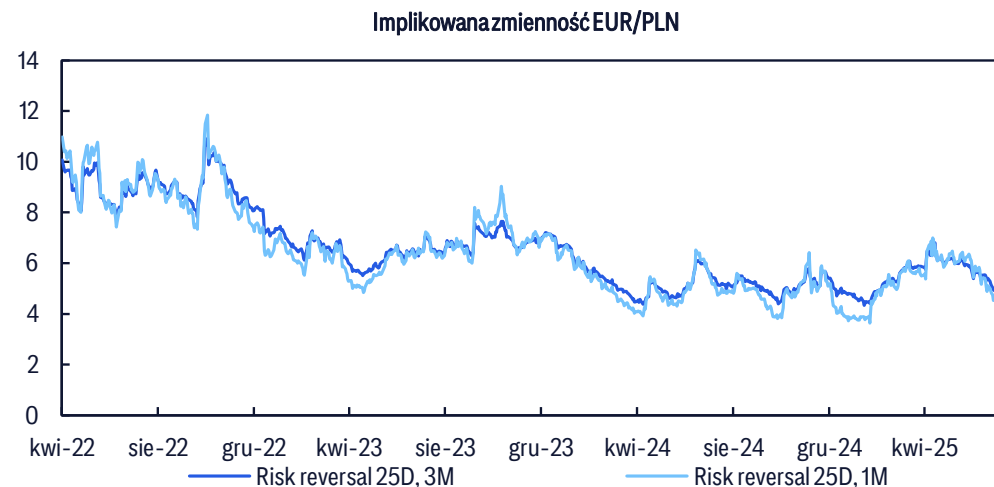
- Po krótkiej przerwie w maju, na posiedzeniu czerwcowym Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę referencyjną o 0,25 pkt. proc. (do poziomu 5%). Przy okazji NBP opublikował nową projekcję makroekonomiczną, w której przewidywana na 2025 rok inflacja została wyraźnie obniżona, głównie za sprawą niższych cen energii.
- Co prawda przedstawiciele RPP kilkakrotnie publicznie podkreślali, że na razie nie można mówić o cyklu obniżek, rynki finansowe jednoznacznie oczekują dalszych cięć w kolejnych miesiącach.
- Naszym zdaniem biorąc pod uwagę spadkowy trend inflacji, obecny poziom stóp procentowych wydaje się zbyt wysoki. Otwarta pozostaje jednak kwestia jak szybko Rada zechce obniżać stopy. Spodziewamy się, że kolejne decyzje będą podejmowane stopniowo i będą rozłożone w czasie. Oczekujemy jeszcze dwóch obniżek po 25pb w tym roku i kolejnych trzech cięć w 2026 roku. W sumie dzięki temu stopa referencyjna spadłaby do poziomu 3,75%.
- O tym na jakim poziomie zakończy się cykl obniżek zdecydują nie tylko czynniki krajowe (rzeczywista ścieżka inflacji), lecz również zagraniczne (co robi EBC oraz Fed). Co więcej, wpływ na skalę obniżek będzie miała również polityka fiskalna, a w szczególności poziom i struktura przyszłorocznego deficytu budżetowego. Więcej jasności na temat samego deficytu RPP będzie miała już we wrześniu/październiku, a więc po publikacji projektu budżetu.



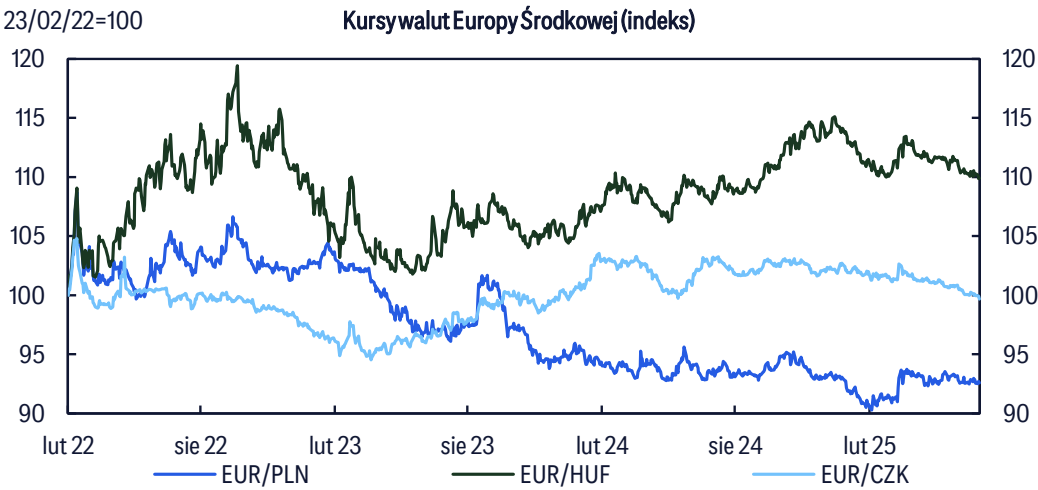
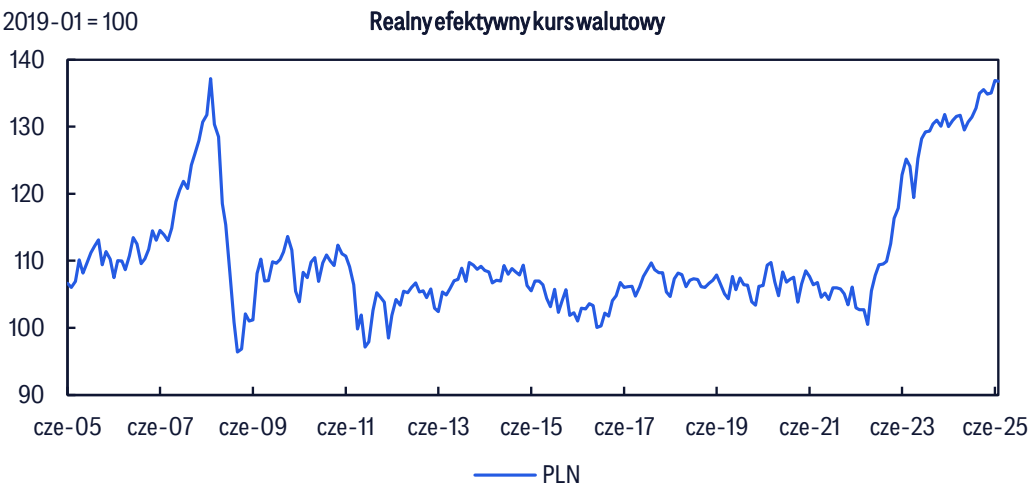
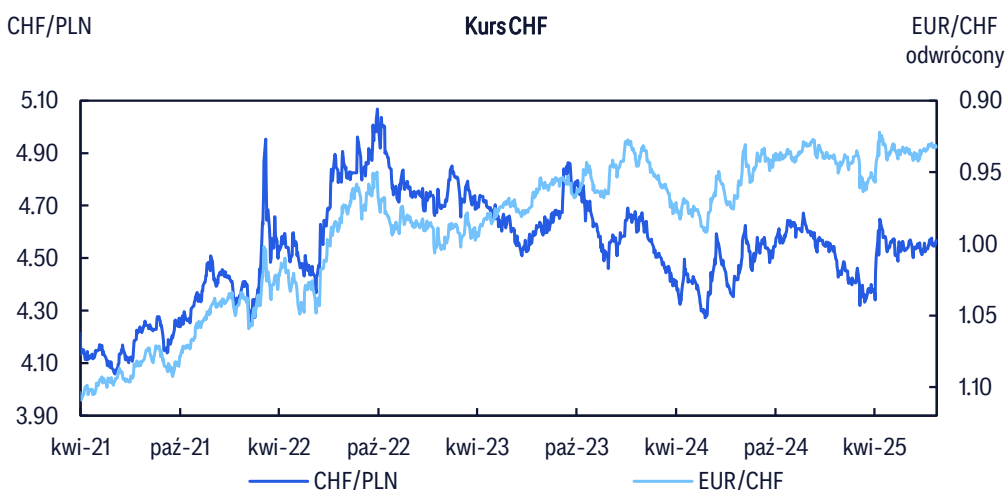
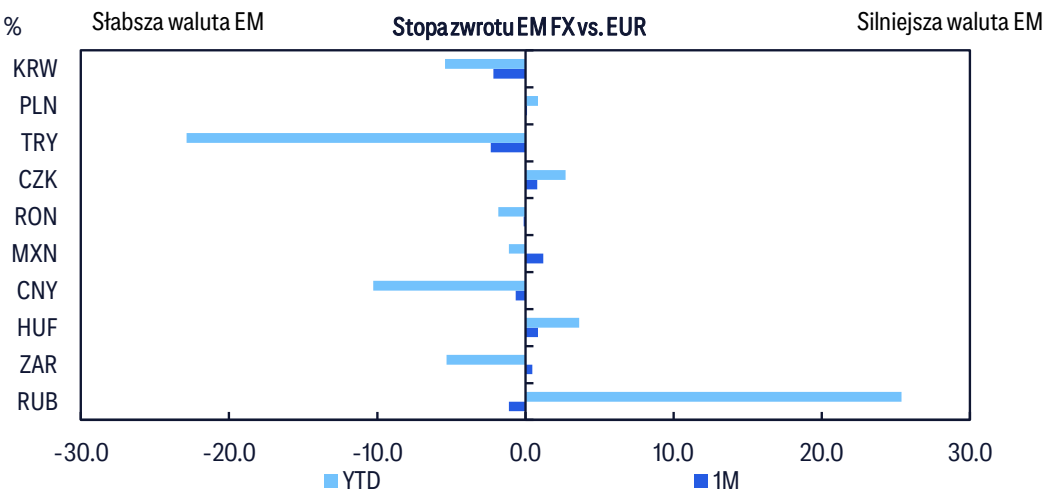
Rynek walutowy

Niewielka zmienność kursu PLN

- Przez większość lipca złoty pozostawał stabilny w relacji do euro, a do zauważalnego osłabienia doszło dopiero w ostatnich dniach miesiąca. W tym czasie para EUR/PLN poruszała się w przedziale 4,24-4,28, a w szerszym przedziale kształtowały się notowania pary USD/PLN (3,60-3,72). Zmienność w tym wypadku wynikała przede wszystkim z ruchów na głównej parze walutowej czyli EUR/USD.
- Złoty wciąż korzysta na pozytywnych nastrojach wobec walut rynków wschodzących. Siła złotego w ostatnim czasie nie odbiegała znacząco od trendów obserwowanych szerzej w koszyku walut rynków wschodzących (EMFX). Zmiany polityki handlowej USA poprzez podwyższenie ceł na importowane dobre, miały na razie w sumie umiarkowany wpływ na notowania walut EM, oprócz krótkotrwałych zawirowań w kwietniu wraz z pierwszym ogłoszeniem stawek celnych dla wszystkich partnerów handlowych w ramach tzw. „*Liberation Day*”.
- Od połowy lipca notowania pary EUR/USD stopniowo rosły w kierunku 1,175, jednak trend ten został przełamany po ogłoszeniu porozumienia handlowego między USA i UE. Porozumienie to przewiduje wprowadzenie większych niż dotychczas oczekiwano ceł na europejskie towary, co doprowadziło do przeceny wspólnej waluty. Oczekiwania rynkowe wobec polityki EBC oraz Fed wskazują, że w strefie euro obniżki stóp procentowych powoli zbliżają się do końca, natomiast w USA cykl łagodzenia polityki pieniężnej może potrwać nieco dłużej. Taki rozdźwięk w polityce banków centralnych powinien w horyzoncie najbliższych miesięcy ponownie wspierać euro.



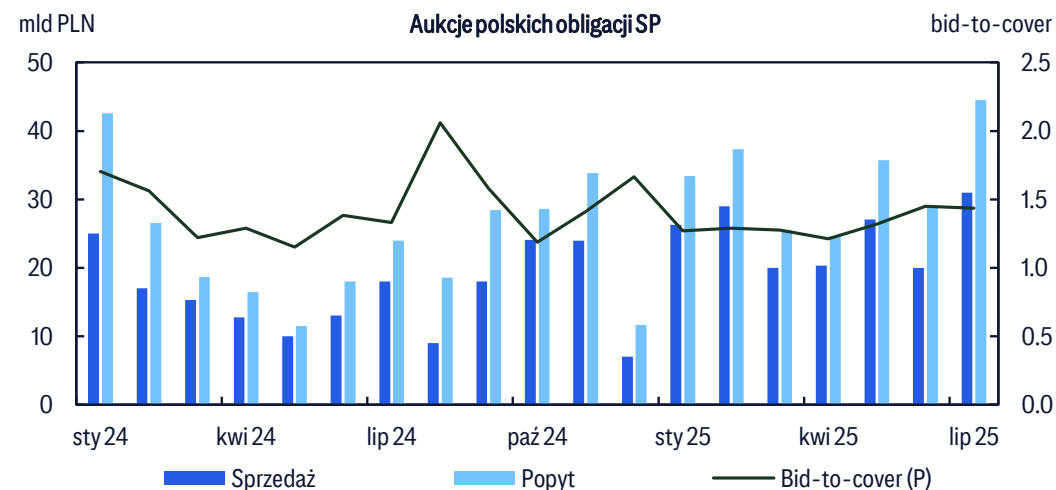
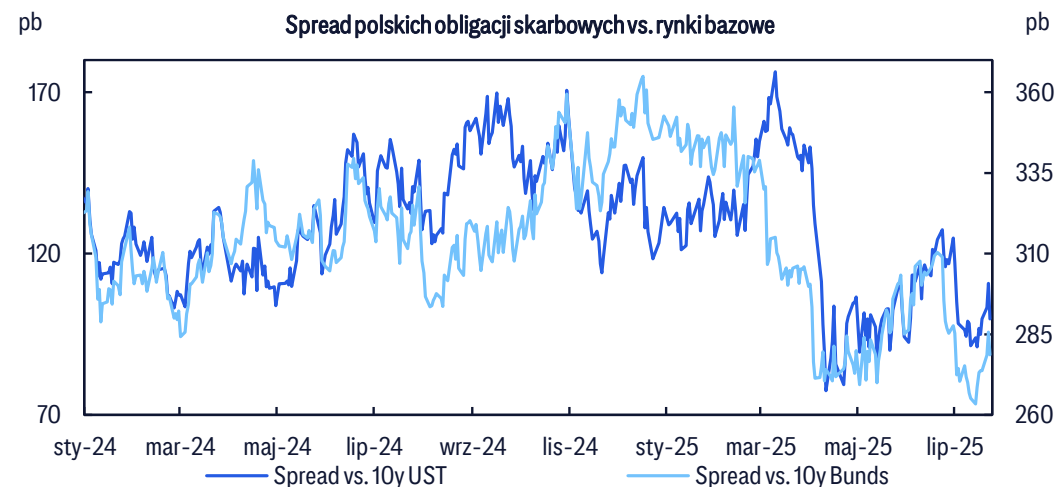
Rynek walutowy



Rynek długu

Niższe rentowności po ruchu RPP

- W lipcu obniżyły się rentowności polskich obligacji skarbowych, na co głównie wpływała obniżka stóp procentowych przez RPP. Krótki koniec krzywej dochodowości zszedł w relacji do końca czerwca o niemal 20pb w, a dłuższy obniżył się o mniej niż 10 pb, co przekładało się na wzrost spreadu papierów 10-letnich nad 2-letnimi w okolice 110 pb.
- Polski rynek dłużny radził sobie w lipcu dobrze na tle rynków bazowych. Spread rentowności polskich papierów 10-letnich nad niemieckimi spadł o niecałe 10pb, natomiast nad amerykańskimi o ok. 15 pb. W strefie euro krzywa rentowności znajdowała się pod presją zwiększonych wydatków infrastrukturalnych w Niemczech, zapowiedzi dużego budżetu Unii Europejskiej oraz malejących perspektyw na kolejne obniżki stóp procentowych przez EBC. W USA pomimo oczekiwań na dalsze łagodzenie polityki Fed na notowaniach US Treasuries odbijała się niepewność związana z amerykańską polityką handlową oraz wciąż nierozwiązane problemy fiskalne.
- Oczekujemy, że w perspektywie drugiej części tego roku możliwy jest dalszych ruch w dół na polskiej krzywej dochodowości. Jednak biorąc pod uwagę dosyć agresywną wycenę obniżek stóp procentowych w Polsce (w kontraktach terminowych), uważamy, że na krótkim końcu krzywej potencjał do dalszego spadku jest umiarkowany. W przypadku papierów 10-letnich widzimy pole do spadku rentowności w okolice 5,10% w perspektywie końca roku. Ryzykiem dla naszego scenariusza jest dalsze pogorszenie sytuacji fiskalnej (istotna publikacja projektu budżetu na przyszły rok), jednak na razie Ministerstwo Finansów nie napotyka problemów z plasowaniem obligacji na aukcjach.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2024						2025						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	0.0	5.3	-1.3	-0.5	4.7	-1.3	0.3	-0.9	-1.8	2.5	1.3	4.0	-0.1
Produkcja przemysłowa (% m/m)	3.0	-2.9	-5.0	8.8	9.8	-5.4	-8.0	2.3	-0.3	8.5	-3.1	-1.9	-1.0
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-0.1	5.4	-1.4	-0.4	4.9	-1.7	-0.2	-0.6	-2.1	2.9	1.8	4.3	0.4
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-9.0	-1.3	-9.6	-9.0	-9.6	-9.3	-8.0	4.2	-0.1	-1.0	-4.2	-2.9	2.2
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	4.4	4.4	2.6	-3.0	1.3	3.1	1.9	4.9	-0.5	-0.3	7.6	4.4	2.2
Stopa bezrobocia (%)	4.9	5.0	5.0	5.0	4.9	5.0	5.1	5.4	5.4	5.3	5.2	5.0	5.2
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.6	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2.6	4.2	4.3	4.9	5.0	4.7	4.7	4.9	4.9	4.9	4.3	4.0	4.1
Inflacja (% m/m)	0.1	1.4	0.1	0.1	0.3	0.5	0.0	1.0	0.3	0.2	0.4	-0.2	0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-5.8	-5.1	-5.5	-6.2	-5.1	-3.8	-2.7	-1.0	-1.3	-1.0	-1.6	-1.5	-1.8
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.4	-0.4	-0.5	-0.3	0.5	0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	0.2
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	11.0	10.6	11.1	10.3	10.2	10.5	9.8	9.2	7.9	7.7	9.3	8.4	9.0
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-142	-491	-2276	-1160	654	-492	-1450	-66	93	-1209	-596	-1740	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-533	-1167	-2108	-554	-302	-900	-1962	-972	-727	-1656	-1337	-1443	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	27473	27436	25230	28310	30637	29004	24860	28005	27730	29690	28215	28188	-
Eksport (% r/r)	-6.6	5.8	-2.3	1.5	2.6	-2.6	0.4	1.9	0.4	3.1	-1.9	4.2	-
Import f.o.b. (mln EUR)	28006	28603	27338	28864	30939	29904	26822	28977	28457	31346	29552	29631	-
Import (% r/r)	1.9	9.7	5.5	5.6	6.2	-0.8	3.4	9.8	3.4	10.0	5.5	5.2	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2024						2025						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.4	8.3	7.8	6.5	7.8	8.7	9.3	9.4	9.1	10.3	10.4	10.3	10.5
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10.8	10.9	10.2	8.7	10.1	10.4	10.2	10.1	10.3	10.1	9.8	10.1	9.3
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	2.3	0.9	1.4	-1.7	0.6	2.1	4.0	5.4	3.6	5.9	7.2	5.9	11.9
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	1.4	1.9	2.0	1.4	3.1	3.4	2.7	2.3	2.2	2.8	3.0	3.1	2.6
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-0.5	0.3	2.2	1.9	3.4	5.8	5.4	5.2	5.0	3.0	4.2	5.6	7.7
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	5.25
WIBOR 3M (średnio)	5.75	5.76	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.77	5.75	5.48	5.16	5.12
WIBOR 3M (koniec okresu)	5.75	5.76	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.76	5.76	5.74	5.31	5.12	5.13
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	5.51	5.68	5.64	5.90	5.98	6.17	5.73	5.67	5.55	5.43	4.38	4.63	4.76
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.21	4.62	4.84	4.68	4.82	4.95	5.13	5.17	5.18	5.10	4.38	4.72	4.56
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.49	5.25	5.09	4.94	5.50	5.38	5.58	5.59	5.55	5.36	4.70	5.07	4.91
EUR/PLN (koniec okresu)	4.31	4.30	4.28	4.28	4.35	4.30	4.27	4.21	4.16	4.18	4.28	4.25	4.24
USD/PLN (koniec okresu)	4.03	3.97	3.86	3.82	4.01	4.08	4.10	4.06	4.00	3.86	3.76	3.75	3.62
EUR/USD (koniec okresu)	1.07	1.08	1.11	1.12	1.09	1.06	1.04	1.04	1.04	1.08	1.14	1.13	1.17
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	69.9	82.8	88.7	107.3	129.8	141.8	210.9	3.2	36.3	76.3	91.4	108.3	119.7
Def. budżetowy skum. (% planu)*	29%	34%	37%	45%	54%	59%	88%	1%	13%	26%	32%	38%	41%

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	915	1065	1120
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3900	4162
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28482	29947
Populacja (mln)	38.4	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	5.2	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.3	5.1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.7	3.7
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-2.2	5.0	4.1
Konsumpcja (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.6	3.5
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.8	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.2	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	3.0	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	7.9	6.1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.50	3.75
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.51	3.88
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.10	4.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.62	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.66	3.71
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.24	4.26
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.23	4.24

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.7	-1.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-0.1
Saldo handlu zagranicznego	-5.5	9.2	-10.4	-26.9	7.3	1.7	-2.1	-1.4
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.6	410.6	436.3
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.9	412.7	437.7
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	46.6	51.0
Saldo dochodów pierwotnych	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-42.8	-46.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.2	-5.7
Saldo pierwotne sektora	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.9
Dług publiczny (Polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.7

Prognozy długoterminowe

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.3	0.1	2.9	3.7	3.7	3.3	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	6.75	5.75	5.75	4.50	3.75	3.75	3.75
USD/PLN (Koniec okresu)	4.39	3.94	4.10	3.62	3.76	3.85	3.91
USD/PLN (Średnia)	4.45	4.20	3.98	3.66	3.71	3.82	3.88
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.35	4.27	4.24	4.26	4.29	4.30
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.54	4.31	4.23	4.24	4.28	4.30

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.trzciolk@citi.com

Anastazja Nagórka

Praktykantka

anastazja.nagorka@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

poland.research@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań, by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.

citi handlowy