

Citi Monthly

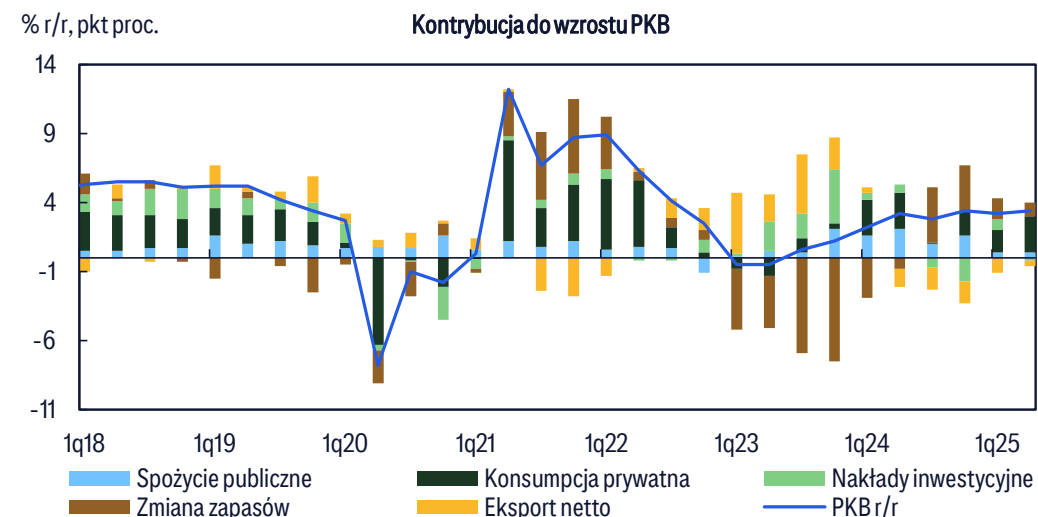
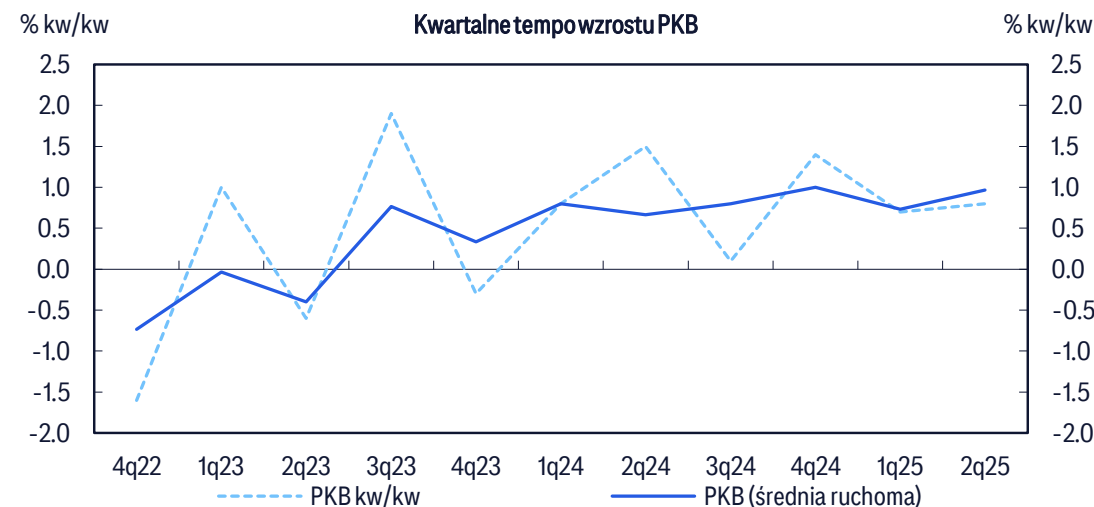
Stopy w dół, rating (na razie) bez zmian

Podsumowanie

- Ostatnie miesiące nie przyniosły istotnych zmian w scenariuszu makroekonomicznym. Pomimo zmian w amerykańskiej polityce celnej wzrost gospodarczy w Polsce utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie, wspierany przede wszystkim przez silny popyt ze strony konsumentów. Rynek pracy stopniowo się schładza, co przekłada się na wyhamowanie dynamiki płac, choć nie powróciła ona jeszcze do „normalnych” poziomów.
- Inflacja spadła poniżej 3% i zbliżyła się do celu inflacyjnego. W kolejnych miesiącach wskaźnik CPI może wciąż oscylować wokół 3%, ostatecznie spadając jednak do około 2,5%. Niemniej w porównaniu z sytuacją sprzed dwóch miesięcy, obecnie ryzyka w horyzoncie 4-6 kwartałów wydają się bardziej niesymetryczne i są przechylone w kierunku wyższych odczytów CPI.
- Głównym wydarzeniem ostatniego miesiąca była publikacja projektu budżetu z dużo wyższym deficytem niż dotychczas zakładano. Luźna polityka fiskalna wiąże się ze wzrostem kosztów obsługi długu i wzrostem samego zadłużenia. Tak długo, jak gospodarka jest w dobrej kondycji, deficyt nie stanowi zauważalnego problemu. Główne zagrożenie polega na tym, że luźna polityka fiskalna czyni polską gospodarkę bardziej podatną na szoki zewnętrzne i wcześniej czy później efekty te mogą się uwidocznić.
- Niska inflacja pozwala Radzie Polityki Pieniężnej kontynuować swój cykl obniżek stóp procentowych. Niemniej nastawienie członków RPP stało się w ostatnich miesiącach bardziej ostrożne, co sygnalizuje, że skala i tempo obniżek mogą być mniejsze niż oczekują rynki finansowe.

Wzrost w pobliżu 3,5%

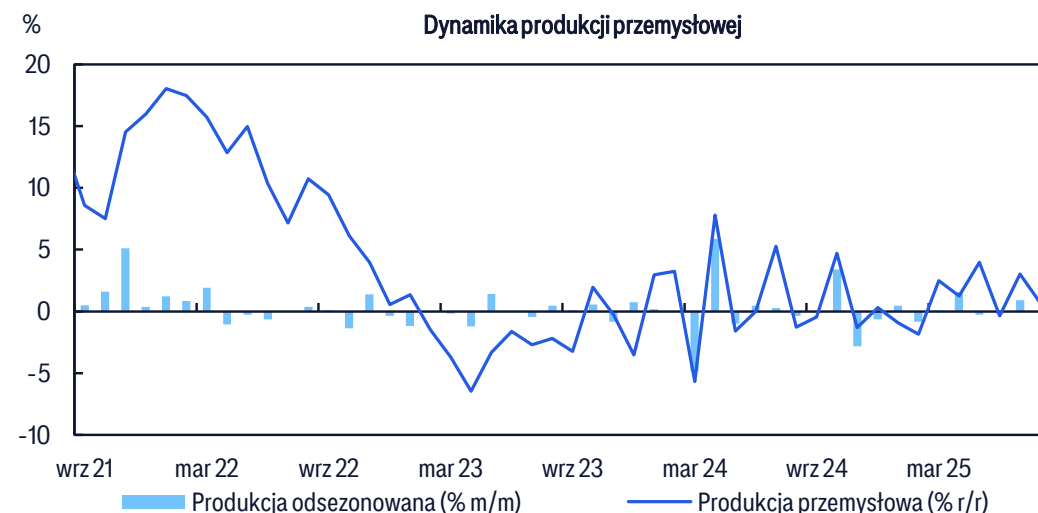
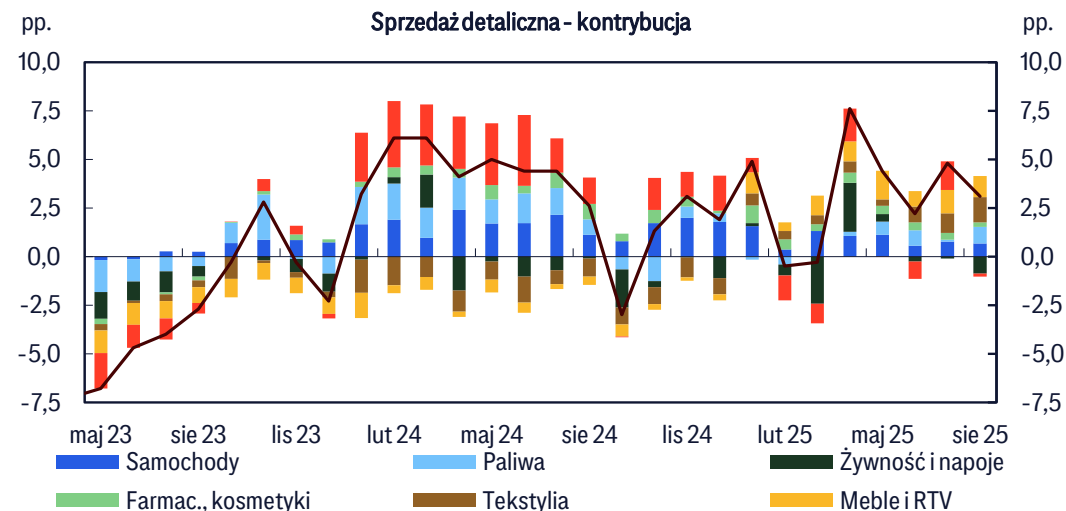
- Wstępne dane o PKB potwierdziły, że gospodarka utrzymuje relatywnie wysoką dynamikę wzrostu. W II kwartale PKB był o 3,4% wyższy niż w analogicznym okresie ubiegłego roku i jednocześnie o 0,8% wyższy niż w pierwszym kwartale. W sumie wynik ten był niezłym osiągnięciem nie tylko na tle innych gospodarek UE, lecz również na tle wyników polskiej gospodarki z lat 2023-2024.
- Uwagę zwraca przede wszystkim dynamiczny wzrost konsumpcji prywatnej (4,4% r/r) napędzanej przez wciąż wysoką dynamikę realnych płac. Jednocześnie inwestycje rozczarowały, odnotowując spadek o 1% r/r. Słabość nakładów na środki trwałe nie byłaby zaskoczeniem gdyby nie ich wyjątkowo silne odbicie w poprzednim kwartale, gdy inwestycje okazały się jednym ze źródeł wzrostu. Nowe dane potwierdzają jednak, że mógł to być efekt przejściowy, prawdopodobnie związany z inwestycjami zbrojeniowymi.
- Dotychczasowe zachowanie gospodarki sugeruje, że w całym bieżącym roku wzrost może sięgnąć około 3,5%, przy czym ryzyko widzimy po stronie jeszcze lepszego wyniku. Duże nadzieje są pokładane w napływie środków unijnych, które powinny napędzać wzrost szczególnie w 2026 roku, kiedy przypada ostateczny termin na wykorzystanie funduszy z KPO. Optymistycznie nastrajać mogą również pewne oznaki długo oczekiwanego ożywienia w akcji kredytowej, w tym szybszy przyrost kredytu dla przedsiębiorstw oraz około 50% wzrost wartości wniosków o kredyt mieszkaniowy (dane BIK).



Aktywność ekonomiczna

Sprzedaż i produkcja bez zaskoczeń

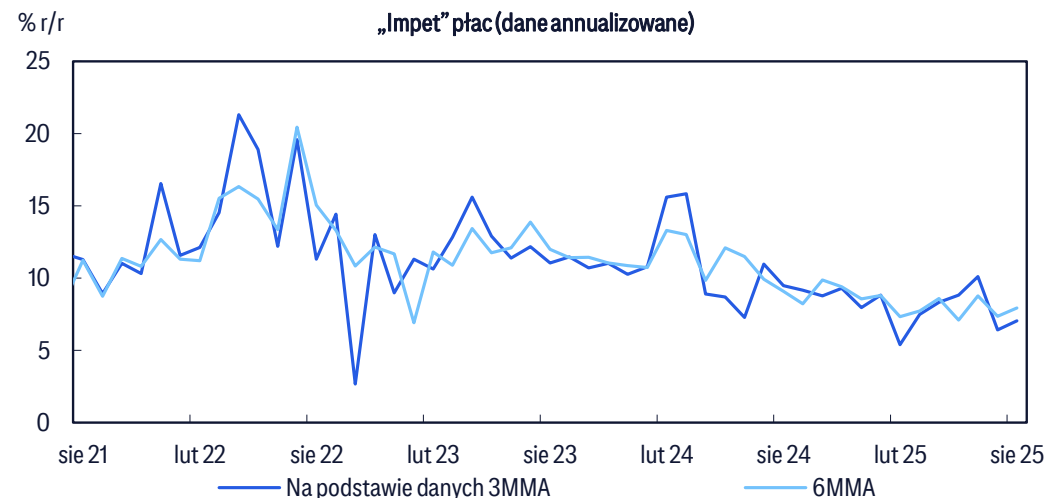
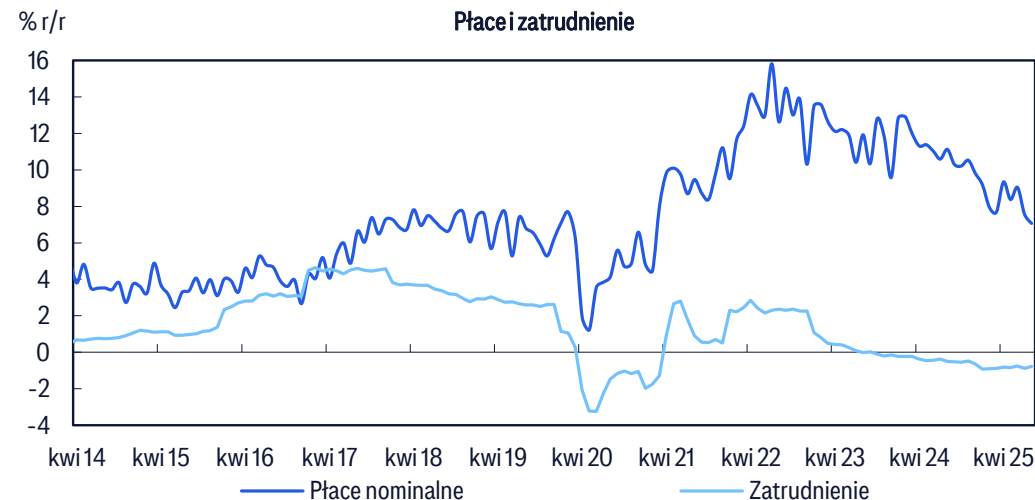
- Dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej za sierpień nie przyniosły istotnych zmian w obrazie polskiej gospodarki. Dynamika sprzedaży detalicznej pomimo lekkich wahań cechuje się stabilnością, podczas gdy produkcja przemysłowa nadal nie wykazuje oznak ożywienia.
- W sierpniu sprzedaż detaliczna spowolniła do 3,1% r/r, wobec 4,8% w lipcu. Po uwzględnieniu czynników sezonowych oraz różnic w liczbie dni roboczych, sprzedaż w lipcu zwiększyła się o 4,7 % r/r oraz 0,4% m/m. Pomimo spadku dynamiki wobec lipca sprzedaż detaliczna pozostaje względnie silna.
- Z kolei produkcja przemysłowa odnotowała w sierpniu wzrost o 0,7% r/r wobec 2,9% w lipcu. W miesięcznym i odsezonowanym ujęciu produkcja zmniejszyła się o 0,1%. Od niemal trzech lat dane dotyczące polskiego przemysłu podlegają fluktuacjom, wskazując na utrzymujące się tendencje stagnacyjne bez wyraźnych perspektyw na poprawę w tym sektorze. Ponadto utrzymujący się silny złoty, rosnąca konkurencja ze strony chińskiego eksportu oraz niski popyt ze strony Niemiec nie zwiastują rychłej poprawy w polskim przemyśle.
- Ryzyko spadku dynamiki prac realnych poddaje w wątpliwość dalsze perspektywy sprzedaży detalicznej w najbliższych miesiącach, co może przyczynić się do osłabienia konsumpcji prywatnej, będącej w ostatnim czasie głównym motorem napędowym wzrostu PKB.



Rynek pracy

Hamowanie rynku pracy coraz bardziej wyraźne

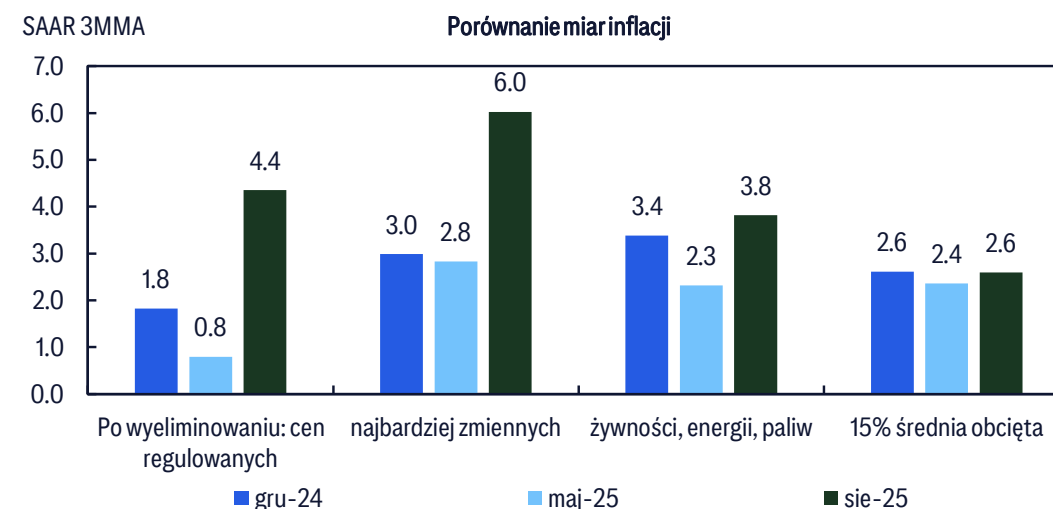
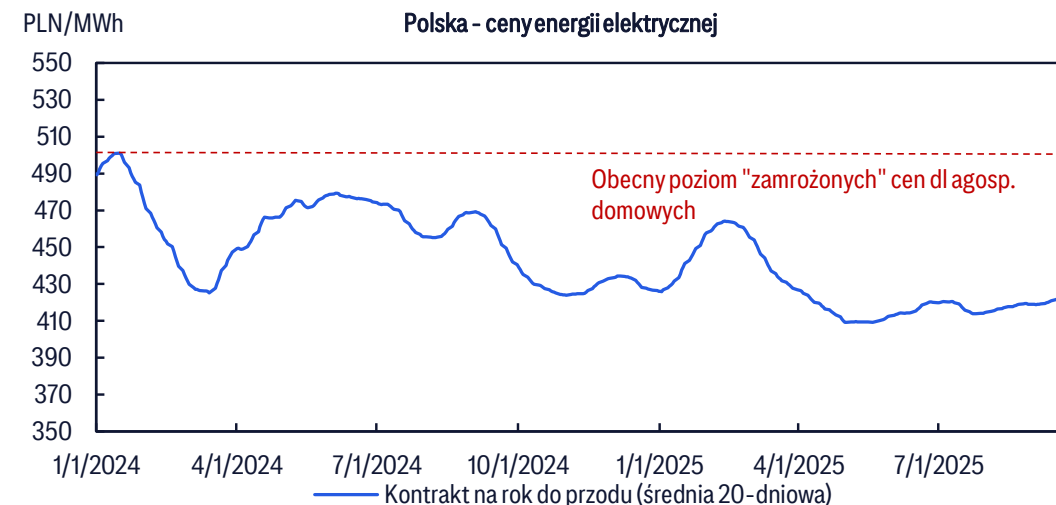
- W sierpniu wzrost przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw obniżył się do 7,1% r/r, wobec 7,6% w lipcu, co stanowi najniższy wynik od trzech i pół roku. Sierpień był także trzecim z kolei miesiącem spadku dynamiki płac realnych, które ukształtowały się na poziomie 4,1% r/r.
- Sektorami o największym wzroście wynagrodzeń były rolnictwo (24,8% r/r), pozostała działalność usługowa (10,5% r/r) oraz dostawa wody (10,1%). Niemniej sektory te nie wpływały istotnie na ogólny wzrost wynagrodzeń.
- Choć do tej pory rynek pracy schładzał się stopniowo, impet płac pozostaje w trendzie spadkowym i w sierpniu oscylował wokół 7,0% (trzymiesięczna średnia w ujęciu zannualizowanym).
- Z kolei zatrudnienie spadło w sierpniu o 0,8% r/r, wpisując się w utrzymujący się od stycznia trend spadków w przedziale 0,8-0,9%. Od początku roku zatrudnienie ciągnięte jest systematycznie w dół przez spadek zatrudnienia w handlu, które odejmuje od jego dynamiki ponad 0,4 pp. Z kolei stopa bezrobocia zwiększyła się do 5,5% wobec 5,4% w lipcu. Ostatnie wzrosty tego konkretnego wskaźnika nie powinny jednak niepokoić ze względu na nowe przepisy dotyczące rynku pracy, które weszły w życie w czerwcu.



Inflacja

Uwaga na bazową

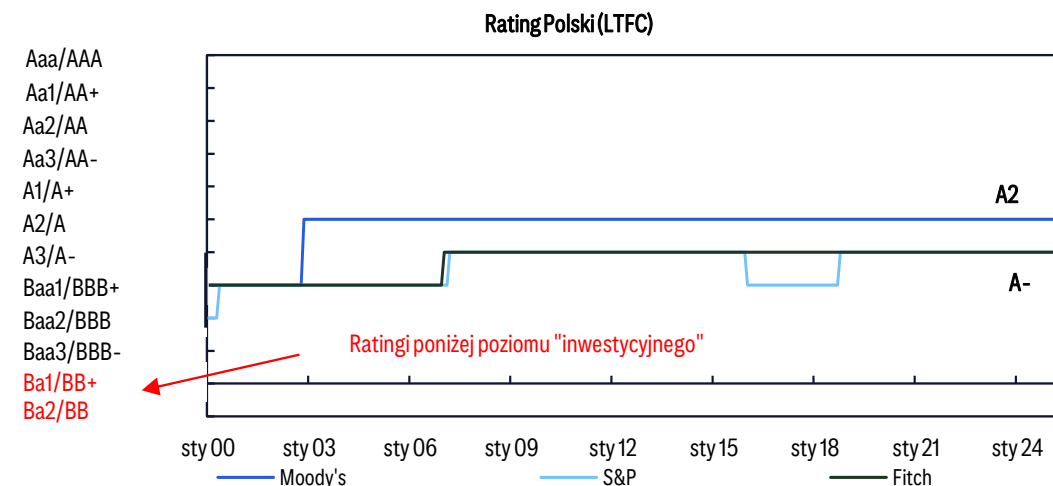
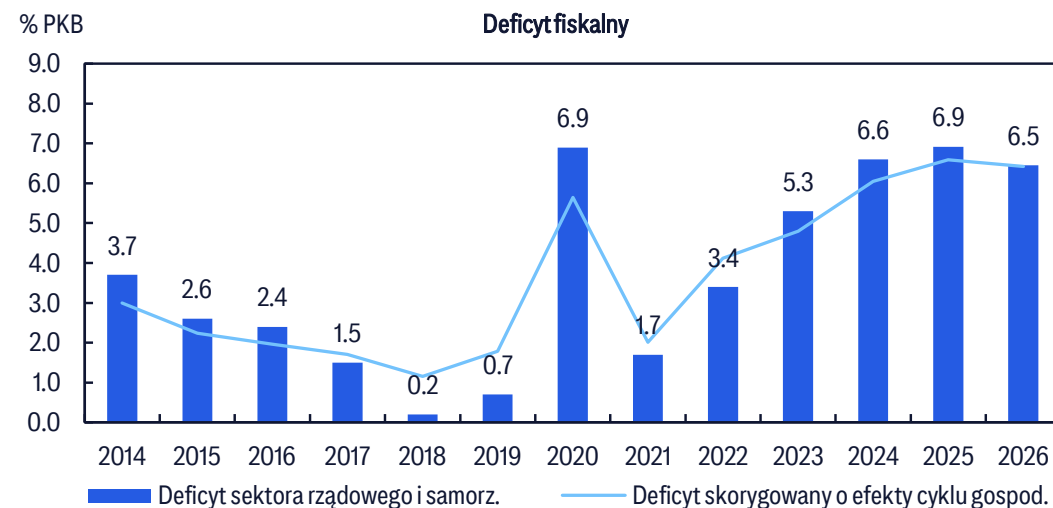
- W sierpniu inflacja spadła do 2,9% r/r, tym samym zbliżając się do celu Rady Polityki Pieniężnej (2,5% +/- 1 pp). Dyskusje na temat perspektyw inflacji w ostatnich tygodniach koncentrowały się przede wszystkim na tym, czy ceny energii pozostaną zamrożone w IV kwartale i co się z nimi stanie w nowym roku. Naszym zdaniem ceny energii przez najbliższe kilka kwartałów będą raczej obniżać niż podwyższać inflację.
- Dużo ciekawsze od cen energii jest jednak to, co się dzieje w inflacji bazowej, a więc w inflacji po wyeliminowaniu komponentów najbardziej zmiennych lub takich kategorii inflacji, które nie zależą od polityki pieniężnej. Według naszych szacunków wszystkie cztery wskaźniki inflacji bazowej rosną obecnie szybciej (dane anualizowane) niż w maju, kiedy RPP dopiero zaczynała obniżki. Oczywiście nie przesądza to o tym, że inflacja w kolejnych kwartałach wzrośnie – w końcu nasilająca się konkurencja importu z Chin będzie odgrywać coraz większą rolę, obniżając dynamikę cen towarów. Niemniej zachowanie inflacji bazowej pokazuje, że redukcja inflacji jest obciążona pewnymi ryzykami.
- Nasza prognoza zakłada, że pod koniec przyszłego roku wskaźnik CPI będzie kształtował się w pobliżu 2,5%. Niemniej czujemy się z tą prognozą mniej komfortowo niż jeszcze dwa miesiące temu i uważamy, że zagrożenia dla tego scenariusza są obecnie przechylone w górę. Oprócz zachowania inflacji bazowej świadczy o tym zdecydowanie luźniejsza polityka fiskalna oraz fakt, że pro-inflacyjny wpływ dotychczasowych i przyszłych cięć stóp procentowych zacznie się ujawniać właśnie pod koniec 2026 roku.



Polityka fiskalna

Siedmioprocentowy deficyt i rosnący dług

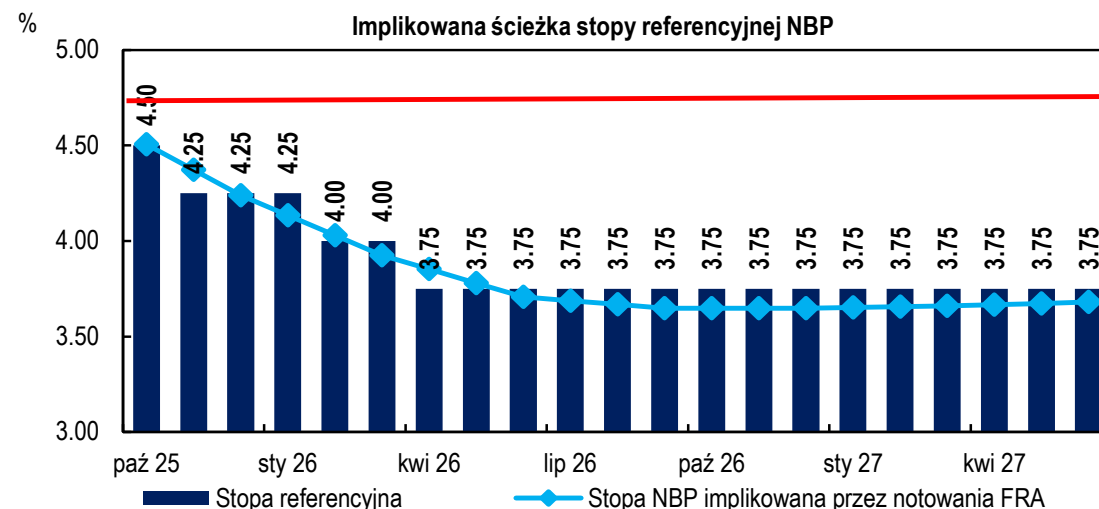
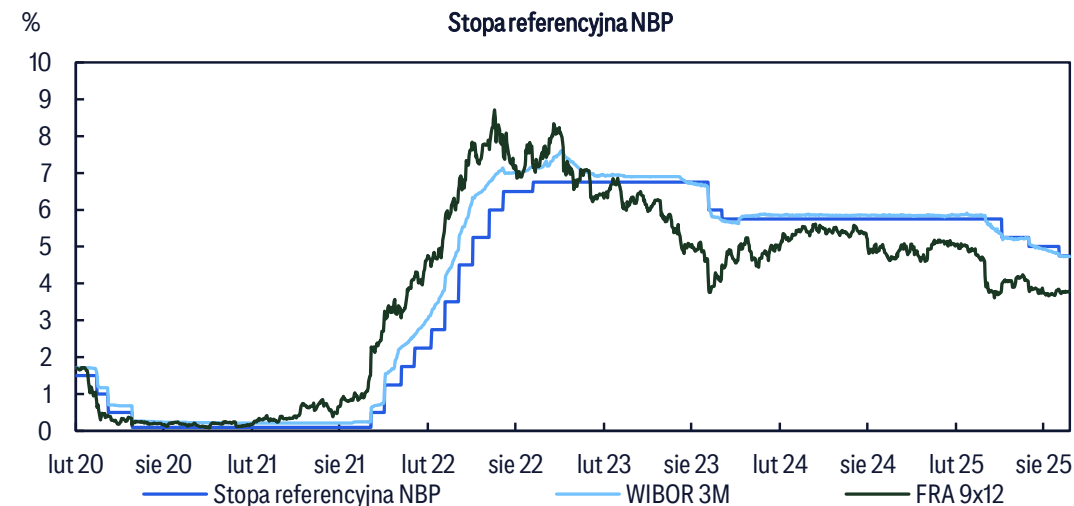
- Opublikowany pod koniec sierpnia projekt ustawy budżetowej odbił się szerokim echem, głównie ze względu na znaczną rewizję ścieżki deficytu fiskalnego. Według nowych planów w całym bieżącym roku deficyt może wynieść około 6,9% PKB, a w przyszłym około 6,5% PKB. Nasze dotychczasowe prognozy nie należały do szczególnie optymistycznych, ale nowa ścieżka jest od nich i tak o mniej więcej pół punktu procentowego wyższa.
- Po chwilowej wyprzedży rynki finansowe ostatecznie przyjęły informacje o pogorszeniu fiskalnym dosyć spokojnie. Niemnie naszym zdaniem nie powinno to przysłaniać rzeczywistych zagrożeń związanych z wyższym deficytem. Po pierwsze, już w przyszłym roku dług publiczny według polskiej definicji ma zbliżyć się do 54% PKB. Biorąc pod uwagę, że 2027 rok będzie rokiem wyborczym i trudno spodziewać się istotnego zacieśnienia fiskalnego, przekroczenie poziomu 55% jest wówczas wysoce prawdopodobne. Oznacza to, że nowy rząd stanie przed wyborem – albo zacieśnienie fiskalne (po przekroczeniu przez dług poziomu 55% budżet powinien zostać de facto zbilansowany) albo rozmontowanie reguł fiskalnych aby uniknąć konsekwencji.
- Po drugie, wysoki deficyt nie stwarza problemu tak długo, jak wzrost utrzymuje się na wysokim poziomie. Niemniej w przypadku szoku zewnętrznego sytuacja może szybko się zmienić. W takim przypadku możliwość użycia polityki fiskalnej do stabilizacji gospodarki byłaby mniejsza niż dotychczas, podobnie zresztą jak skłonność inwestorów do kupowania polskich obligacji i finansowania deficytu.



Polityka pieniężna

Jeszcze kilka obniżek przed nami

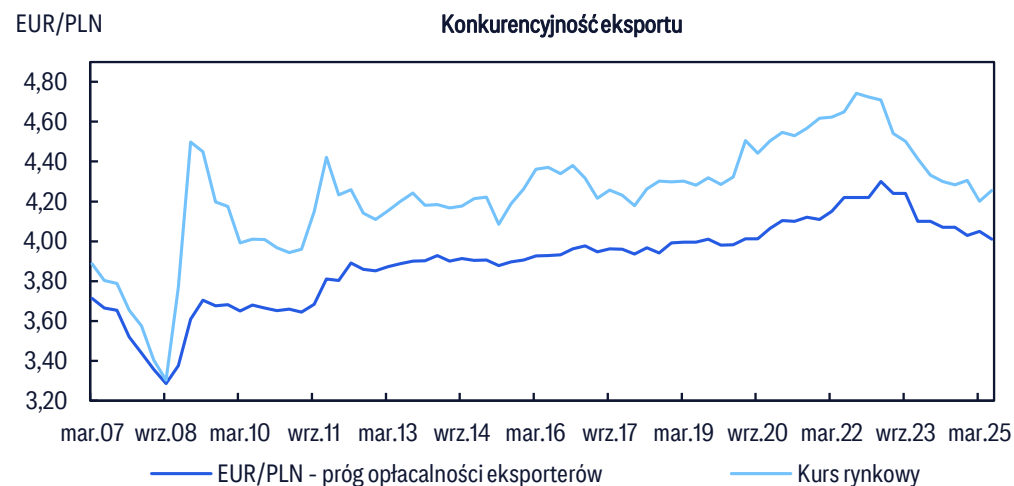
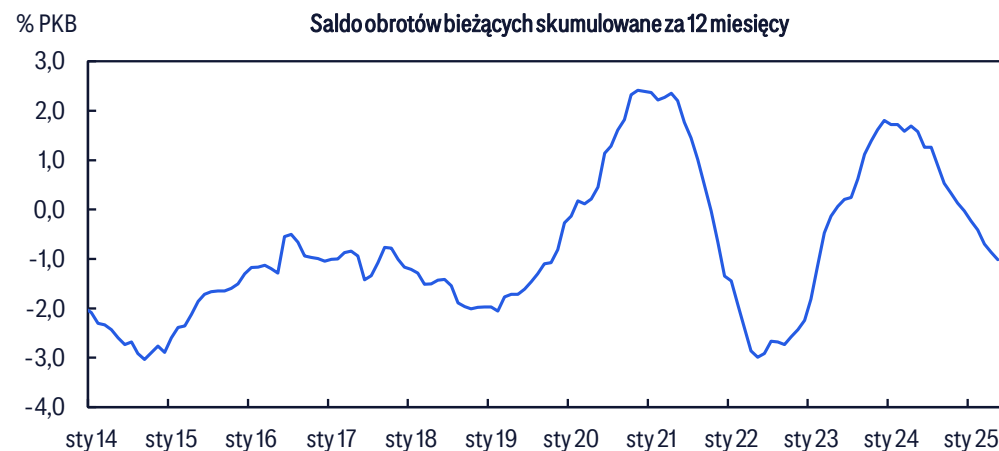
- Wrześniowa decyzja Rady Polityki Pieniężnej o obniżce stóp procentowych o 25 pb (do poziomu 4,75%) była zgodna z powszechnymi oczekiwaniami. Jak pokazała konferencja prezesa Głapińskiego, bank centralny wciąż stawia na relatywnie ostrożną retorykę i próbuje znaleźć równowagę między sygnalizowaniem kolejnych cięć oraz podkreślaniem ryzyk inflacyjnych.
- Powoli zarysowuje się jednak rozbieżność między tym, czego spodziewają się inwestorzy (jeszcze dwie obniżki w tym roku i łącznie przynajmniej 100 pb do końca cyklu), a tym co sygnalizuje większość członków Rady (jeszcze jedna obniżka w tym roku i łącznie 50-75pb w tym cyklu). Można przypuszczać, że różnice w tej ocenie są związane z większą wagą, jaką uczestnicy rynku przywiązują do cięć stóp procentowych w innych gospodarkach, w tym w Stanach Zjednoczonych.
- Nasz bazowy scenariusz zakłada, że do kolejnej obniżki dojdzie w listopadzie, przy okazji publikacji nowej projekcji inflacyjnej, jednak droga do październikowego cięcia nie jest zupełnie zamknięta. Gdyby inflacja za wrzesień okazała się niższa od prognoz, mogłoby to dać pretekst do zmiany stóp już w październiku. Byłby to jednak dosyć odważny ruch, ponieważ przypuszczamy, że w takim scenariuszu trudno byłoby już uniknąć kolejnego cięcia w listopadzie. W sumie spodziewamy się spadku stopy RPP w ciągu kolejnych dziesięciu miesięcy łącznie o 100 pb do 3,75%.



Bilans płatniczy

Po jednorazowej nadwyżce saldo znów ujemne

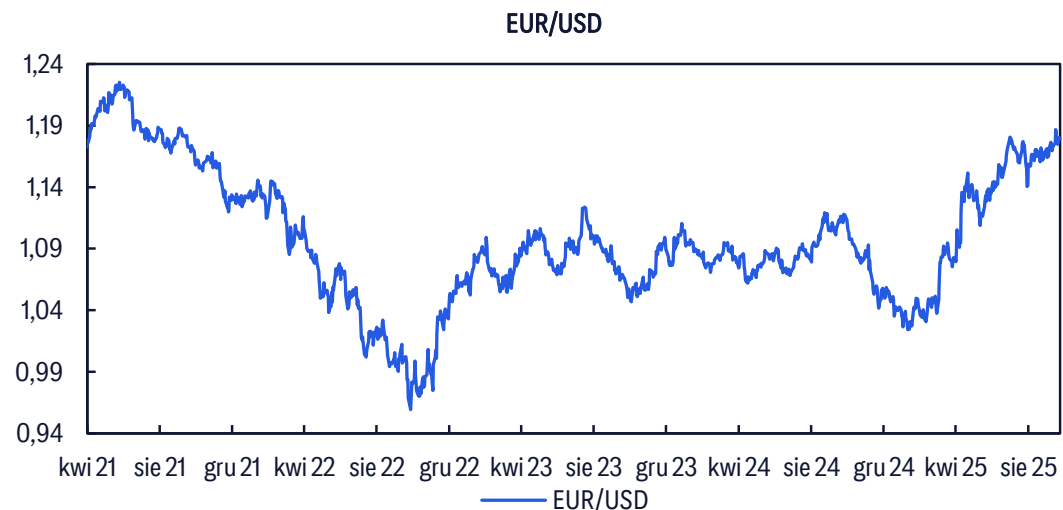
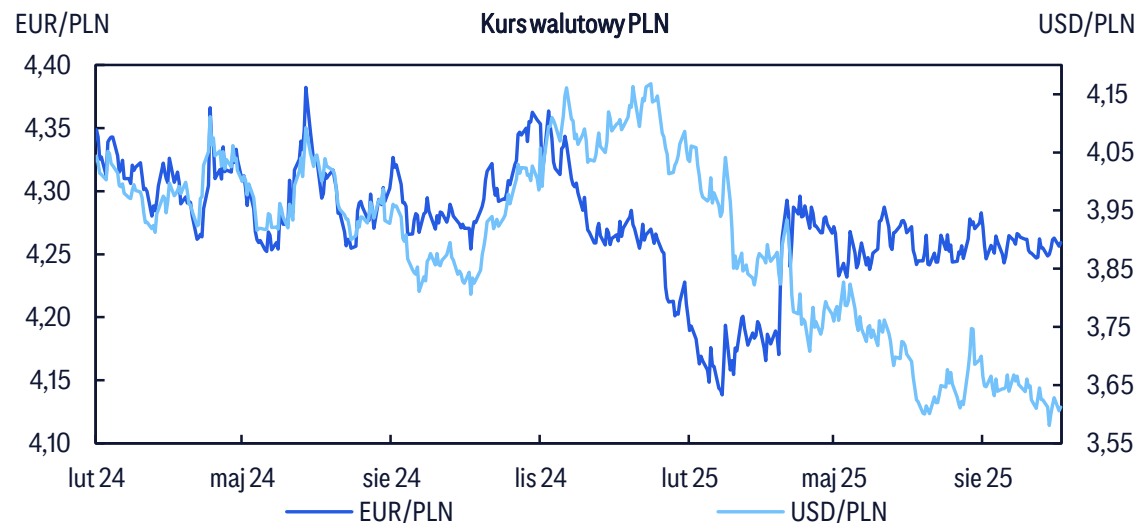
- W lipcu rachunek bieżący odnotował deficyt na poziomie 1335 mln EUR, wobec nadwyżki w wysokości 651 mln EUR w czerwcu. Roczne skumulowane saldo na rachunku bieżącym kontynuowało utrzymujący się od dłuższego czasu trend spadkowy, obniżając się w konsekwencji do poziomu -1,0% PKB.
- Po jednorazowej przewadze eksportu nad importem w czerwcu, saldo obrotów towarowych w lipcu powróciło do ujemnych wartości. Niemniej w ujęciu rocznym zarówno eksport jak i import odnotowały podobne tempo wzrostu odpowiednio o 2,7% i 3,0% r/r, co zdaniem NBP odzwierciedlało stopniową poprawę koniunktury w otoczeniu zewnętrznym.
- Według komenatarza NBP pozytywny wpływ na eksport miał wzrost popytu na samochody na rynkach europejskich, natomiast utrzymująca się tendencja spadkowa cen ropy naftowej w porównaniu z niską aktywnością krajowego sektora przemysłowego w kraju niekorzystnie wpływały na import.
- Dane wskazują, że po okresie wyraźnie szybszego wzrostu importu niż eksportu, sytuacja zaczęła się stabilizować. Pogłębiająca się od lutego różnica między kursem rynkowym EUR/PLN, a kursem prognozy opłacalności eksportu świadczy o poprawie opłacalności sprzedaży zagranicznej, co daje bardziej pozytywne perspektywy dla eksporterów.



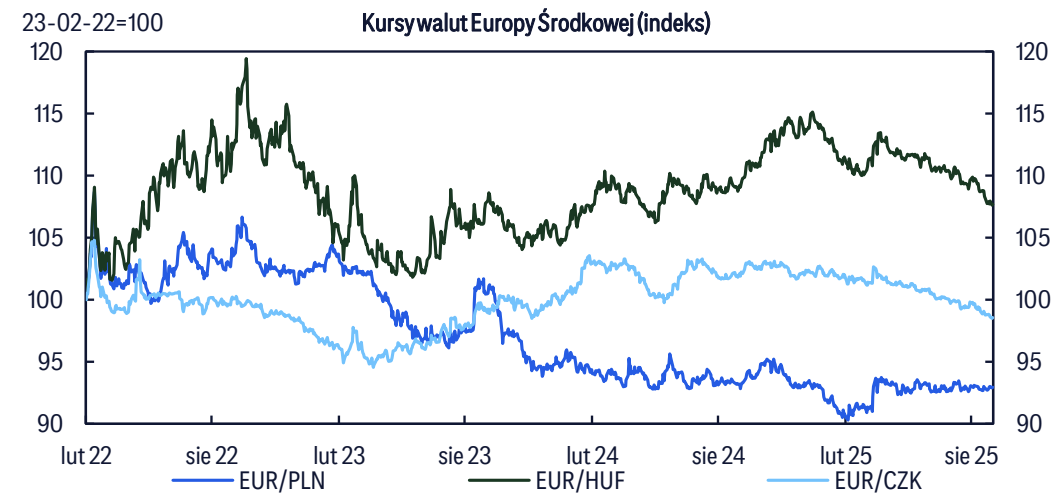
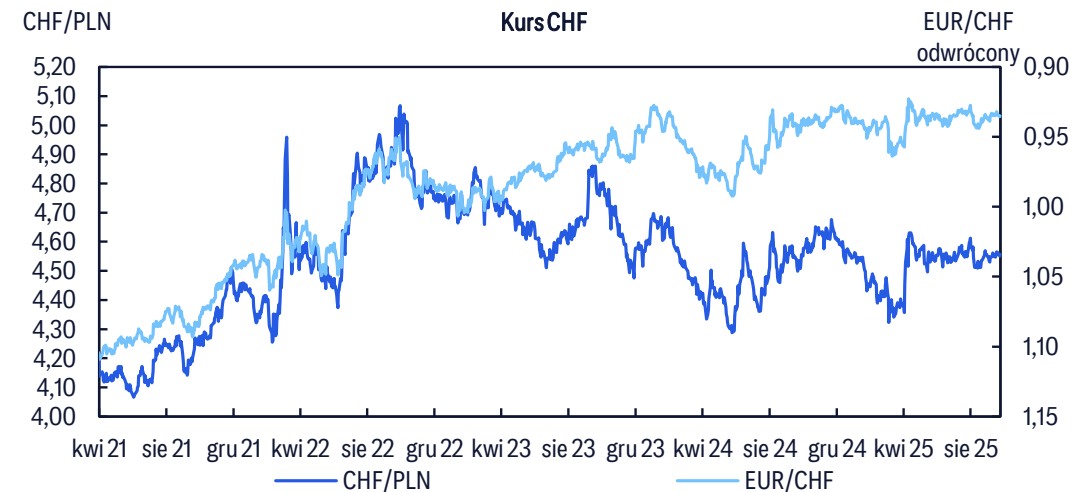
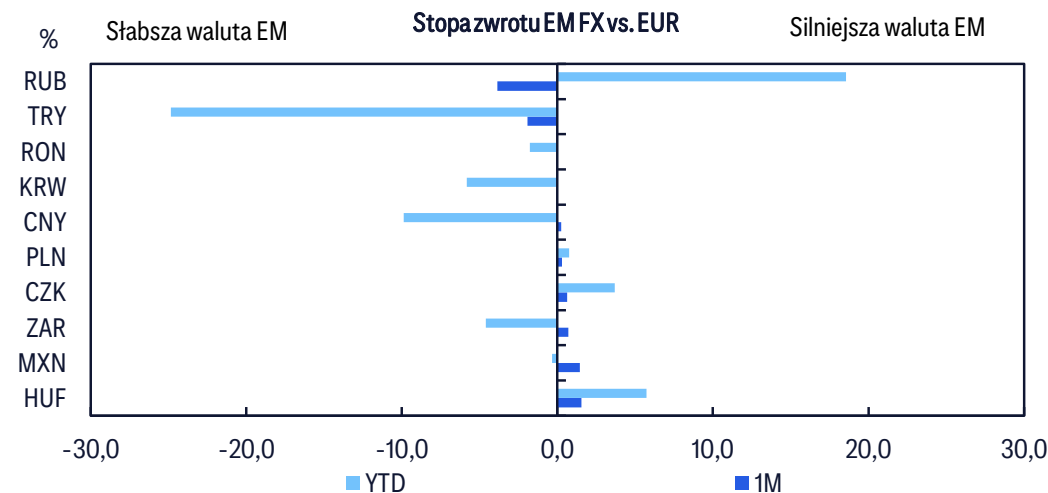
Rynek walutowy

Kolejny miesiąc silnego złotego

- We wrześniu kurs złotego utrzymywał się na relatywnie stabilnym poziomie wobec euro, pozostając przez większość czasu w wąskim przedziale 4,25-4,27. Większe wahania widoczne były na parze USD/PLN, gdzie notowania mieściły się w zakresie 3,58-3,66. W oczekiwaniu na obniżkę stóp przez Fed, kurs USD/PLN przełamał próg 3,60, by tuż po ogłoszeniu decyzji osiągnąć najniższą wartość od maja 2018 r. W ostatnich dniach kurs powrócił jednak do poziomu nieznacznie powyżej tej granicy. Zmienność pary USD/PLN w bieżącym miesiącu była w dużej mierze odzwierciedleniem ruchów na parze walutowej EUR/USD.
- Wahania pary EUR/USD mieściły się w przedziale 1,16-1,19, przy czym przez pierwsze dwa tygodnie miesiąca kurs wykazywał tendencję wzrostową. Aprecjacji euro sprzyjają oczekiwania rynku na dalsze obniżki stóp przez Fed spodziewane jeszcze w tym roku, przy jednocześnie znacznie bardziej ostrożnym podejściu EBC co do kontynuacji cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Co więcej, scenariusz umocnienia europejskiej waluty podtrzymują ostatnie pozytywne zaskoczenia w danych makroekonomicznych ze strefy euro wobec coraz słabszych sygnałów napływających z amerykańskiej gospodarki.
- Nad obserwowaną w ostatnim czasie siłą złotego ciąży wciąż istniejąca w dłuższej perspektywie przestrzeń do cięć stóp przez NBP w połączeniu z pogarszającą się sytuacją fiskalną Polski. Czynniki te mogą ograniczać dalszą aprecjację złotego, z ryzykiem przesuniętym w stronę lekkiego osłabienia względem euro. W związku z tym oczekujemy, że po okresowym umocnieniu w krótkiej perspektywie, w dłuższym horyzoncie para EUR/PLN może stopniowo zmierzać w stronę poziomu 4,30.



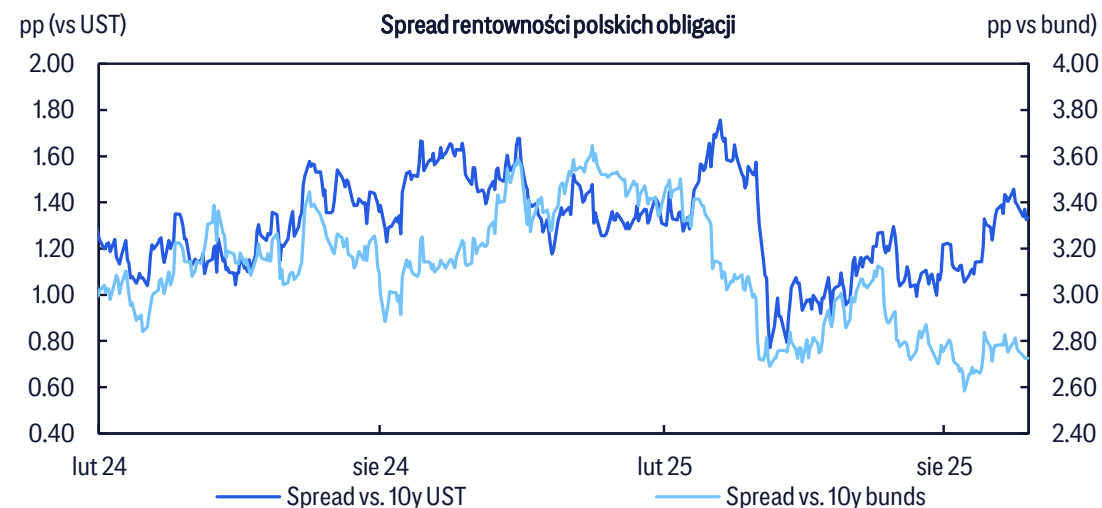
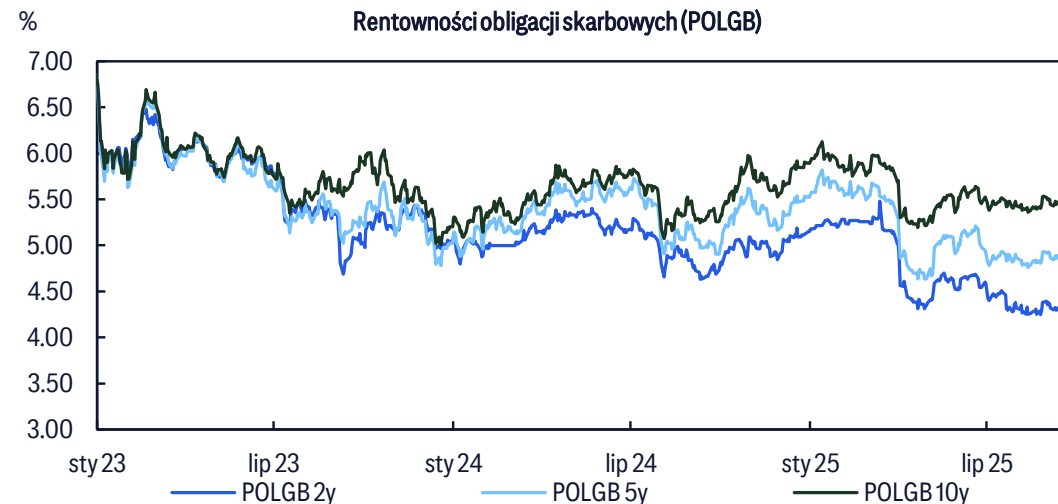
Rynek walutowy



Rynek długu

Mimo wszystko rentowności niżej

- Ogłoszenie pod koniec sierpnia projektu budżetu na 2026 rok, który zakładał wyższy od prognoz poziom deficytu, doprowadziło do znacznych, ale krótkotrwałych wzrostów rentowności polskich obligacji. Jednak już w kolejnych tygodniach papiery skarbowe odrabiały wcześniejsze straty. Rentowność obligacji 2-letnich spadła we wrześniu o 8 punktów bazowych do 4.30%, a obligacji 10-letnich o 5 pb do 5,48%.
- Polskiej krzywej dochodowości pomagała poprawa nastrojów na rynkach bazowych, w tym przede wszystkim wzrost oczekiwań na obniżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych oraz napędzany tym spadek rentowności amerykańskich *treasuries*. O ile spread polskich długoterminowych obligacji do bundów pozostał w dużym stopniu bez zmian, spread do amerykańskich papierów poszerzył się.
- Spośród czynników lokalnych większego wrażenia na inwestorach nie zrobiła zmiana perspektywy ratingu przez Fitch oraz Moody's (ze stabilnej na negatywną). Ten fakt nie wydaje się szczególnie zaskakujący, biorąc pod uwagę, że agencje reagowały na informacje fiskalne, które rynki już wcześniej zdyskontowały. Większą niespodzianką okazał się spokój z jakim rynki długu i walutowy przyjęły doniesienia o naruszeniu polskiej przestrzeni powietrznej przez rosyjskie drony.
- W sumie inwestorzy wydają się koncentrować bardziej na decyzjach banków centralnych niż na geopolitycznych lub fiskalnych ryzykach. W tej sytuacji wydaje się, że perspektywa cięć stóp w kraju i w USA powinna w najbliższym czasie zaważyć na nastrojach rynkowych, przyczyniając się do dalszych spadków rentowności polskich obligacji.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-1.3	-0.5	4.7	-1.3	0.3	-0.9	-1.8	2.5	1.3	4.0	-0.4	3.0	0.7
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-5.0	8.8	9.8	-5.4	-8.0	2.3	-0.3	8.5	-3.1	-1.9	-1.3	0.4	-7.1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-1.4	-0.4	4.9	-1.7	-0.2	-0.6	-2.1	2.9	1.8	4.3	0.1	3.5	1.1
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-9.6	-9.0	-9.6	-9.3	-8.0	4.2	-0.1	-1.0	-4.2	-2.9	2.1	0.6	-6.9
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	2.6	-3.0	1.3	3.1	1.9	4.9	-0.5	-0.3	7.6	4.4	2.2	4.8	3.1
Stopa bezrobocia (%)	5.0	5.0	4.9	5.0	5.1	5.4	5.4	5.3	5.2	5.0	5.2	5.4	5.5
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.6	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.9	-0.8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4.3	4.9	5.0	4.7	4.7	4.9	4.9	4.9	4.3	4.0	4.1	3.1	2.9
Inflacja (% m/m)	0.1	0.1	0.3	0.5	0.0	1.0	0.3	0.2	0.4	-0.2	0.1	0.3	0.0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-5.5	-6.2	-5.1	-3.8	-2.7	-1.0	-1.3	-1.0	-1.6	-1.5	-1.5	-1.3	-1.2
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.5	-0.3	0.5	0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	0.5	-0.2	-0.4
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	11.1	10.3	10.2	10.5	9.8	9.2	7.9	7.7	9.3	8.4	9.0	7.6	7.1
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-2276	-1160	654	-492	-1450	-66	93	-1209	-596	-1838	651	-1335	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-2108	-554	-302	-900	-1962	-972	-727	-1656	-1337	-1445	59	-1265	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	25230	28310	30637	29004	24860	28005	27730	29690	28215	28188	28006	28187	-
Eksport (% r/r)	-2.3	1.5	2.6	-2.6	0.4	1.9	0.4	3.1	-1.9	4.2	1.9	2.7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	27338	28864	30939	29904	26822	28977	28457	31346	29552	29633	27947	29452	-
Import (% r/r)	5.5	5.6	6.2	-0.8	3.4	9.8	3.4	10.0	5.5	5.2	-0.2	3.0	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2023					2025							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.8	6.5	7.8	8.7	9.3	9.4	9.1	10.3	10.4	10.3	10.5	10.8	11.1
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10.2	8.7	10.1	10.4	10.3	10.1	10.3	10.1	9.8	10.1	9.3	9.5	9.7
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	1.4	-1.7	0.6	2.1	3.9	5.4	3.6	5.9	7.2	5.9	11.9	12.1	11.8
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2.0	1.4	3.1	3.4	2.7	2.3	2.2	2.8	3.0	3.1	2.6	2.8	2.7
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	2.2	1.9	3.4	5.8	5.3	5.2	5.0	3.0	4.2	5.6	7.7	8.8	9.1
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	5.25	5.00	5.00
WIBOR 3M (średnio)	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.77	5.75	5.48	5.16	5.12	4.92	4.78
WIBOR 3M (koniec okresu)	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.76	5.76	5.74	5.31	5.12	5.13	4.83	4.72
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	5.64	5.90	5.98	6.17	5.73	5.67	5.55	5.43	4.38	4.63	4.76	4.47	4.36
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.84	4.68	4.82	4.95	5.13	5.17	5.18	5.10	4.38	4.72	4.56	4.26	4.24
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.09	4.94	5.50	5.38	5.58	5.59	5.55	5.36	4.70	5.07	4.91	4.75	4.74
EUR/PLN (koniec okresu)	4.28	4.28	4.35	4.30	4.27	4.21	4.16	4.18	4.28	4.25	4.24	4.27	4.27
USD/PLN (koniec okresu)	3.86	3.82	4.01	4.08	4.10	4.06	4.00	3.86	3.76	3.75	3.62	3.73	3.66
EUR/USD (koniec okresu)	1.11	1.12	1.09	1.06	1.04	1.04	1.04	1.08	1.14	1.13	1.17	1.14	1.17
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	88.7	107.3	129.8	141.8	210.9	3.2	36.3	76.3	91.4	108.3	119.7	156.7	172.0
Def. budżetowy skum. (% planu)*	37%	45%	54%	59%	88%	1%	13%	26%	32%	38%	41%	54%	60%

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	915	1057	1076
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3893	4150
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24378	28255	28751
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	5.4	5.3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.5	3.6
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, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.4
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.2	5.7
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	5.30	4.70
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.65	3.87
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.68	3.86
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.29

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.4	-1.3	-2.2	1.8	0.0	-1.3	-2.3
Saldo handlu zagranicznego	-4.9	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.9	-19.3	-31.9
Eksport	246.6	251.3	311.7	341.9	363.0	360.0	393.4	400.5
Import	251.5	243.4	320.7	365.1	357.8	366.9	412.7	432.5
Saldo usług	26.8	26.0	31.2	37.9	42.7	43.5	47.7	50.7
Saldo dochodów pierwotnych	-24.9	-22.4	-30.3	-27.4	-31.0	-33.0	-37.7	-39.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.9	-6.5
Saldo pierwotne sektora	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-4.3	-3.6
Dług publiczny (Polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.9	53.8

Prognozy długoterminowe

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.3	0.1	2.9	3.5	3.6	3.2	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	14.3	11.5	3.6	3.7	2.4	2.6	2.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.2	1.8	0.0	-1.3	-2.3	-2.6	-2.4
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	4.13	3.65	3.87	3.85	3.89
USD/PLN (Średnia)	4.45	4.20	3.98	3.68	3.86	3.85	3.88
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.35	4.27	4.25	4.29	4.30	4.31
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.54	4.31	4.24	4.29	4.30	4.31

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