

18 grudnia 2025 r. | 13 stron

CitiMonthly

2026 rokiem dynamicznego wzrostu

- **Powyżej potencjału** - Napływ funduszy UE w 2026 r. będzie prawdopodobnie znacznie (o około 2,5% PKB) większy niż w 2025 r. Powinno to przyczynić się do silnego ożywienia dynamiki inwestycji, co z kolei pchnęłoby wzrost PKB w kierunku co najmniej 4%. Oznacza to, że po raz pierwszy od 2022 r. dynamika wzrostu gospodarczego może znacznie przekroczyć poziom potencjalny.
- **Sytuacja fiskalna pozostaje wyzwaniem** — Chociaż oczekujemy, że deficyt fiskalny spadnie w 2026 roku, będzie to głównie spowodowane czynnikami cyklicznymi, a nie rzeczywistym zacieśnieniem fiskalnym. Biorąc pod uwagę siłę gospodarki, deficyt przekraczający 6% PKB wydaje się wyjątkowo wysoki. Nie spodziewamy się znaczących działań zacieśniających przed wyborami w 2027 r.
- **Blisko celu** — Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach inflacja pozostanie niska i może zbliżyć się do 2% w połowie 2026 r. Niemniej z czasem dotychczasowe obniżki stóp zaczną coraz silniej wpływać na procesy cenowe, dzięki czemu w drugiej połowie roku inflacja może zacząć ponownie rosnąć.
- **Kiedy przestać?** — Po obniżeniu stóp o 175 punktów bazowych w 2025 r., Rada Polityki Pieniężnej będzie musiała rozważyć, jak dużo dalszego łagodzenia polityki pieniężnej potrzebuje polska gospodarka. Naszym zdaniem cykl redukcji stóp procentowych dobiega końca i w nadchodzących miesiącach spodziewamy się jeszcze tylko jednej-dwóch obniżek.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

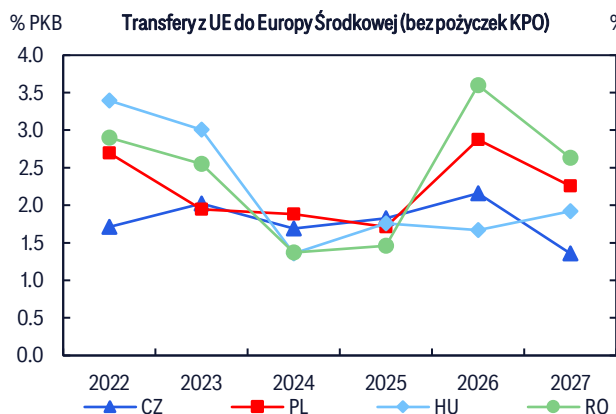
Anastazja Nagórkaanastazja.nagorka@citi.com

Perspektywy na 2026 r.

O ile przez większą część 2025 roku wzrost polskiej gospodarki napędzany był głównie konsumpcją, w przyszłym roku większą rolę niż dotychczas powinny odgrywać inwestycje. Przyczyni się do tego wyjątkowa wręcz kumulacja napływu środków unijnych. Dotychczas wykorzystanie funduszy z UE pozostawiało wiele do życzenia, między innymi ze względu na bardzo słabe początki związane z blokadą dostępu do nich przed 2024 rokiem. W przyszłym roku kilka czynników złoży się jednocześnie na poprawę perspektyw napływu funduszy.

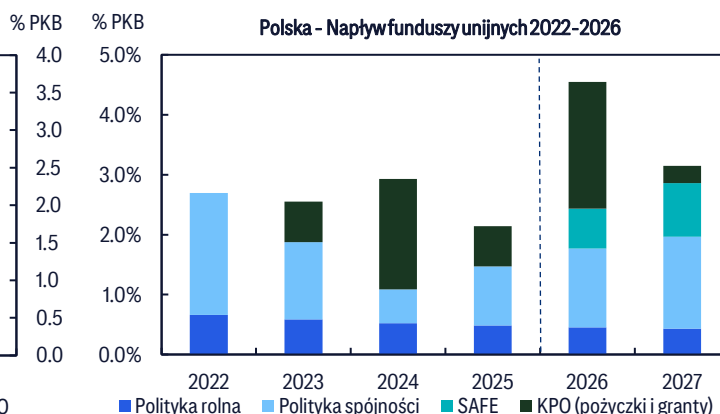
Przede wszystkim 2026 rok ma być ostatnim rokiem w którym będzie można korzystać z funduszy z KPO. W przeszłości przedstawiciele rządu wspominali o potencjalnej możliwości wydłużenia terminów, jednak na razie nie poszły za tym żadne konkrety. Beneficjenci KPO muszą więc planować swoje działania tak, aby zdążyć przed terminem przypadającym na koniec sierpnia 2026 r. W sumie oznacza to, że do końca roku Polska może otrzymać nawet około 20 mld euro w związku z realizacją zadań zapisanych w Krajowym Planie Odbudowy, co oznaczałoby więcej niż potrojenie w stosunku do mijającego roku (wykres 2).

Wykres 1. Rok 2026 będzie okresem kumulacji napływu funduszy unijnych...



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Komisja Europejska, Haver

Wykres 2. ... głównie za sprawą funduszy z KPO oraz nowego instrumentu wspierającego inwestycje w obronność (SAFE)



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Komisja Europejska, Haver

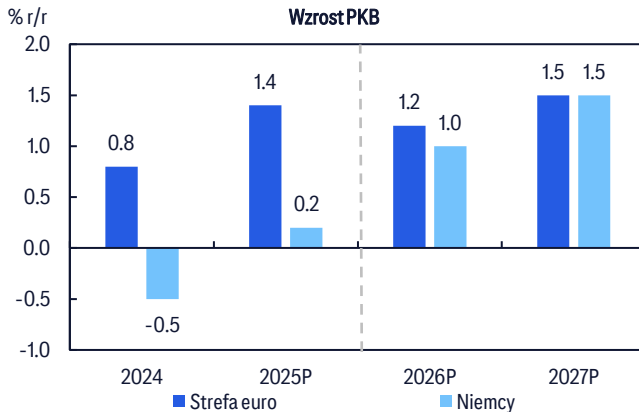
Dodatkowy impuls wzrostowy powinien pochodzić ze stopniowo nabierających tempa inwestycji finansowanych z funduszy spójności. To te same fundusze, które przez ostatnie dwie dekady trafiały do Polski, a które w ostatnim czasie zostały przyćmione przez KPO. Biorąc pod uwagę cykliczność funduszy spójności, naszym zdaniem w przyszłym roku z tego tytułu Polska może otrzymać kilkanaście miliardów euro, a więc o około połowę więcej niż w 2025 roku.

Oprócz KPO i funduszy spójności, od przyszłego roku Polska będzie również beneficjentem nowego instrumentu pożyczkowego SAFE. Jego zadaniem jest wspieranie inwestycji w projekty związane z obronnością lub zwiększające odporność UE na zewnętrzne zagrożenia. Ponieważ jest to nowy instrument, nie wiadomo na razie w jakim tempie Polska będzie w stanie korzystać z niego. Wiadomo jednak, że w ramach prefinansowania Polska może otrzymać na początku roku 6,6 mld euro.

W sumie łączna kwota środków z UE, która może trafić w 2026 roku do Polski będzie o około 2,5% PKB wyższa niż w 2025 roku i niemal połowa tego przyrostu będą stanowić bezzwrotne granty (wykres 1). Przy takim impulsie inwestycje najprawdopodobniej wyraźnie przyspieszą, a nasza prognoza ich wzrostu na poziomie 7,8% wydaje się wręcz zachowawcza. Wynik w okolicach

10% wydaje się osiągalny jeżeli sektor prywatny nie zredukuje gwałtownie swoich nakładów inwestycyjnych.

Wykres 3. Nowy rok ma szansę w końcu przynieść wyraźniejsze ożywienie gospodarcze w Niemczech



Źródło: Eurostat, prognozy Citi

Wykres 4. Wzrost PKB o przynajmniej 4% jest w zasięgu ręki



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS

Z punktu widzenia wzrostu gospodarczego, pozytywną zmianą w stosunku do 2025 roku może być również poprawa dynamiki eksportu. Przez ostatnie dwa lata handel zagraniczny zaniżał dynamikę PKB w kraju, głównie poprzez osłabienie eksportu na skutek stagnacji w niemieckim przemyśle. Ogłoszony na początku 2025 roku plan stymulacji fiskalnej ma szansę przynieść z opóźnieniem pozytywne efekty i w 2026 roku wzrost w Niemczech może potencjalnie sięgnąć około 1%. W przeciwieństwie do poprzednich lat tym razem większe znaczenie będzie mieć niemiecki popyt inwestycyjny, podczas gdy eksport będzie pozostawał pod presją wynikającą z nasilającej się konkurencji azjatyckich producentów. Inna struktura popytu w Niemczech stwarza niepewność co do tego, jak na tę sytuację zareaguje polska gospodarka. Niemniej nawet jeżeli reakcja miałaby być słabsza niż w przypadku niemieckiego ożywienia napędzanego przez eksport, efekt na dynamikę PKB w Polsce powinien być i tak pozytywny.

W sumie poprawa w eksporcie netto oraz inwestycjach w kraju powinna z nawiązką skompensować spodziewane osłabienie dynamiki konsumpcji. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że wzrost gospodarczy w Polsce w 2026 roku może sięgnąć 4% (wykres 4), a w niektórych kwartałach zapewne przekroczy ten poziom. Jeżeli nasze oczekiwania się potwierdzą, będzie to oznaczało, że po raz pierwszy od 2022 roku polska gospodarka będzie rozwijała się w tempie wyraźnie przekraczającym swój potencjał. Oznacza to również, że po raz pierwszy wykorzystanie mocy produkcyjnych może przyczynić się do powstrzymania presji dezinflacyjnej.

Otwarte pytanie pozostaje o to, na ile silna dynamika wzrostu będzie mogła się utrzymać po 2026 roku. Oczekujemy, że spadek napływu funduszy unijnych przyczyni się do wyraźnego wyhamowania wzrostu gospodarczego w 2027 roku, jednak nie spodziewamy się jego załamania. Przypuszczamy bowiem, że ryzyko spowolnienia w roku wyborczym będzie raczej argumentem za podjęciem działań fiskalnych, które mogą to hamowanie łagodzić i odkładać je na okres powyborszy.

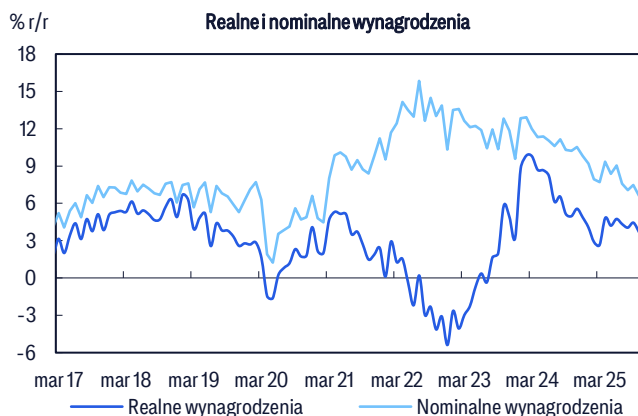
Rynek pracy w fazie stabilizacji

W 2025 r. postępowało stopniowe schładzanie na rynku pracy. Po trzech latach dwucyfrowych odczytów, w 2025 r. dynamika płac nominalnych przez cały rok utrzymywała się poniżej 10%, systematycznie malejąc. Choć w

przyszłym roku spodziewamy się dalszego hamowania płac, oczekujemy, że trwający od ponad trzech lat trend spadkowy może zacząć się stabilizować. Spodziewany w 2026 r. wzrost płacy minimalnej o 3% nie powinien w istotny sposób wywrzeć presji na podwyżki płac. Tym samym szacujemy, że w całym przyszłym roku wzrost płac nominalnych wyniesie około 6,0% r/r.

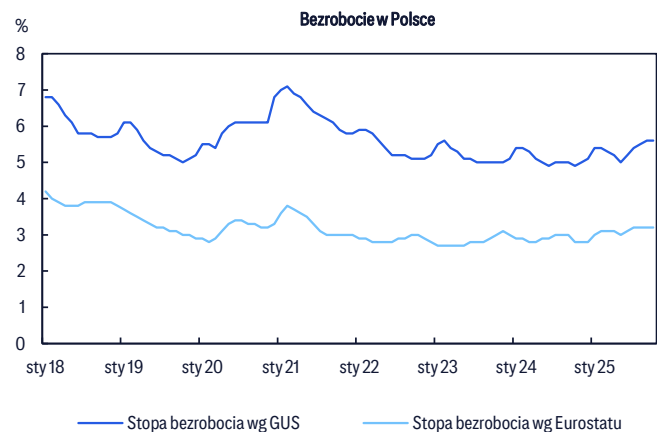
Po okresie systematycznego osłabiania się dynamiki płac realnych (a więc dynamiki płac skorygowanej o inflację), w pierwszych 10 miesiącach 2025 r. tempo ich spadku utrzymywało się w przedziale od 3% do 5%, a przeciętna wartość wskaźnika wyniosła 4,0%. Biorąc pod uwagę potencjał do dalszego hamowania wzrostu płac nominalnych oraz ograniczone perspektywy na znaczący spadek inflacji w przyszłym roku, prognozujemy, że dynamika wynagrodzeń realnych może ulec dalszemu, choć niewielkiemu obniżeniu.

Wykres 5. Dynamika wynagrodzeń wciąż znajduje się w fazie hamowania



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS

Wykres 6. W ostatnich latach bezrobocie utrzymuje się na niskim poziomie



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS, Eurostat

Średnia stopa bezrobocia rejestrowanego publikowana przez GUS wyniosła w pierwszych dziesięciu miesiącach 2025 r. 5,4%. Od połowy roku obserwowano niewielki wzrost wskaźnika, widoczny zarówno w danych krajowych, jak i w statystykach Eurostatu. Co więcej, wzrost ten był niezgodny z obserwowanymi dotychczas wzorcami sezonowymi. Podczas gdy wzrost bezrobocia rejestrowanego wynikał w dużej mierze z czerwcowej zmiany przepisów dotyczących rejestracji osób bezrobotnych, przyczyny wzrostu wskaźnika obliczanego przez Eurostat należy upatrywać w innych czynnikach. Niemniej oba wskaźniki znajdują się wciąż na niskich poziomach, nie wskazując na istotniejsze problemy na rynku pracy.

Przez pierwsze dziesięć miesięcy w 2025 r. dynamika zatrudnienia kształtowała się w wąskim przedziale od -0,9% do -0,8%. Obok niekorzystnych trendów demograficznych, które systematycznie ograniczają podaż pracy w Polsce, w bieżącym roku pojawiły się także oznaki słabnącego popytu na pracowników. W 2025 r. wskaźnik wolnych miejsc pracy publikowany przez GUS kontynuował trend spadkowy obserwowany od 2022 r., a według badania przeprowadzonego przez firmę Grant Thornton, od połowy 2025 r. notowano ok. 10% spadki liczby nowych ofert pracy w porównaniu do ubiegłego roku. Z kolei według Szybkiego Monitoringu NBP na redukcję zatrudnienia wpłynęły także wysokie koszty pracy. Udział kosztów pracy w kosztach działalności operacyjnej osiągnął w 2025 r. najwyższą wartość na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat, ponadto na początku 2025 r. wyraźnie wzrósł udział firm wskazujących koszty pracy jako kluczowy powód planowanej redukcji zatrudnienia. Pomimo niekorzystnych tendencji spodziewamy się, że w przyszłym roku wzrost zatrudnienia będzie wspierany przez połączenie

słabnącej presji płacowej z oczekiwanym jeszcze silniejszym ożywieniem gospodarczym.

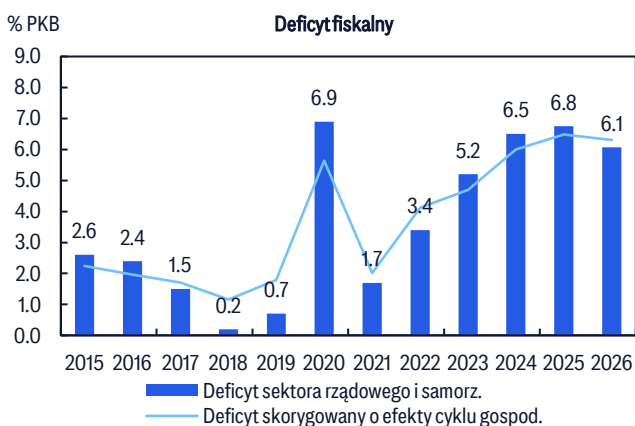
Wyzwania fiskalne nie znikają

Najważniejszą skazą na skądinąd pozytywnym obrazie polskiej gospodarki jest napięta sytuacja fiskalna. Deficyt sektora rządowego i samorządowego w mijającym roku był bliski 7% PKB, a w 2026 roku najprawdopodobniej utrzyma się powyżej 6%. Spodziewany w tym okresie spadek deficytu nie będzie jednak wynikał z dyskrejonalnych działań mających na celu zrównoważenie finansów publicznych, lecz raczej z przyspieszenia PKB oraz nieindeksowania progów podatkowych. W ostatnich miesiącach nic nie zmieniło się w naszej ocenie – wciąż uważamy, że szanse na zacieśnienie fiskalne przed przypadającymi na 2027 rok wyborami parlamentarnymi są bardzo niskie. Istnieje jednak ryzyko, że na ostatniej prostej (pod koniec 2026 lub w 2027 roku) pojawią się propozycje prowadzące do dalszego zwiększenia deficytu.

Główne zagrożenie jest związane nie tyle z wysokim deficytem, co raczej z faktem, że pozostaje on wysoki w sytuacji gdy gospodarka korzysta z bardzo dobrej koniunktury. Gdyby bowiem scenariusz wzrostowy w kolejnych kwartałach/latach potoczył się inaczej niż obecnie zakładamy, a wzrost PKB wyhamowałby na przykład na skutek zewnętrznego szoku, deficyt mógłby wzrosnąć jeszcze bardziej. O ile w okresie przed 2022 rokiem Polska posiadała dużą przestrzeń aby wykorzystywać politykę fiskalną do wspierania wzrostu, obecne poziomy deficytu już na to nie pozwalają. Oznacza to, że polityka fiskalna w mniejszym stopniu może służyć do absorbowania niekorzystnych szoków.

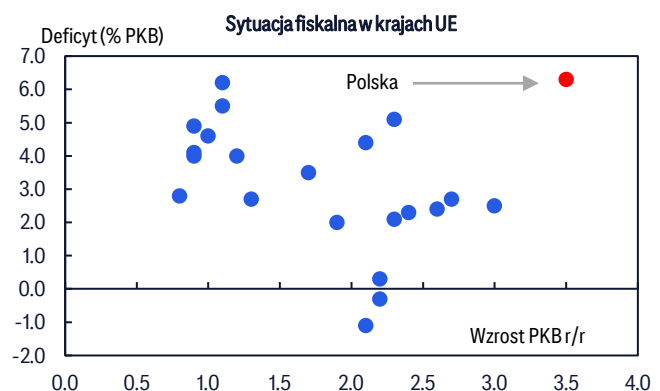
Gdyby w obliczu zewnętrznego szoku Ministerstwo Finansów chciało zwiększyć wydatki i deficyt, trudno byłoby uniknąć wzrostu rentowności/kosztów obsługi długu. Alternatywnie w finansowanie deficytu pośrednio musiałby się zaangażować bank centralny, skupując obligacje podobnie jak miało to miejsce w okresie pandemii. Tego typu działania ułatwiłyby co prawda finansowanie deficytu, ale za cenę ponownego wzrostu ryzyka inflacyjnego, podobnie jak to miało miejsce w okresie po 2020 roku.

Wykres 7. Deficyt od trzech lat utrzymuje się na wysokim poziomie, a 2026 rok raczej nie przyniesie zmiany



Źródło: Eurostat, szacunki Citi Handlowy

Wykres 8. Deficyt na niespotykanym w UE poziomie, szczególnie biorąc pod uwagę jednocześnie wysokie tempo wzrostu PKB



Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej

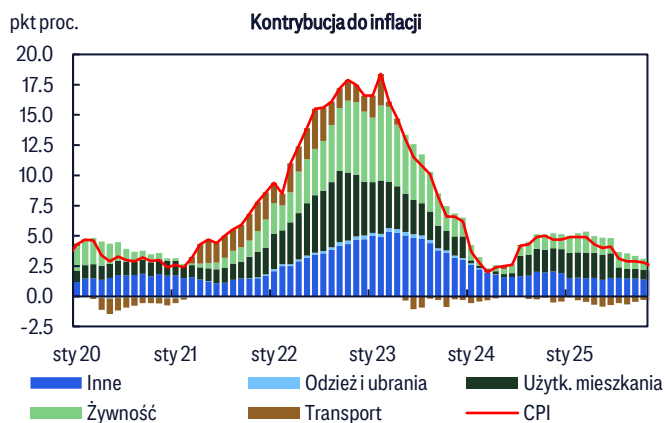
Inflacja jeszcze spadnie, zanim wzrośnie

Spadek inflacji do relatywnie niskich poziomów w trakcie 2025 roku sprawi, że dynamika cen przestała już być zauważalnym problemem dla gospodarstw

domowych. Co prawda wielu konsumentów wciąż odczuwa wysoki poziom cen (efekt wcześniejszych podwyżek), ale presja inflacyjna nie budzi już tak dużych emocji, jak to miało miejsce w poprzednich latach. „Niewidoczna” na tym poziomie inflacja nie pobudza już mechanizmów indeksacyjnych ani żądań płacowych.

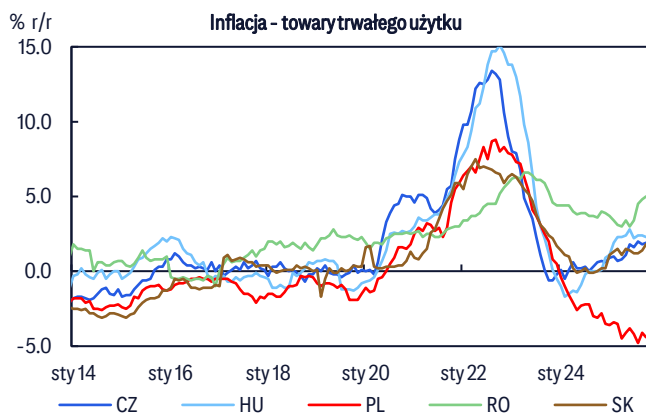
Ciekawym zjawiskiem jest zauważalny spadek cen dóbr trwałego użytku, zdecydowanie odbiegający od trendów obserwowanych w innych krajach. Według Eurostat ceny towarów trwałego użytku w Polsce spadły w październiku o 4,4% r/r, podczas gdy w pozostałych krajach Europy Środkowej rosną one, nie wykazując oznak hamowania (wykres 11). Trudno ocenić na ile te rozbieżności to efekt innego sposobu pomiaru cen, a na ile jest to trwałe, ale nie obserwowane w innych krajach zjawisko. Efekt jest w sumie niebagatelny, bo odejmuje z inflacji 0,4 pp, a rozbieżność między cenami w kraju i w regionie zaczęła się ujawniać już ponad rok temu, a więc przed wprowadzaniem amerykańskich ceł i nasileniem się konkurencji ze strony azjatyckich eksporterów.

Wykres 9. Pod koniec 2025 roku inflacja powróciła do celu



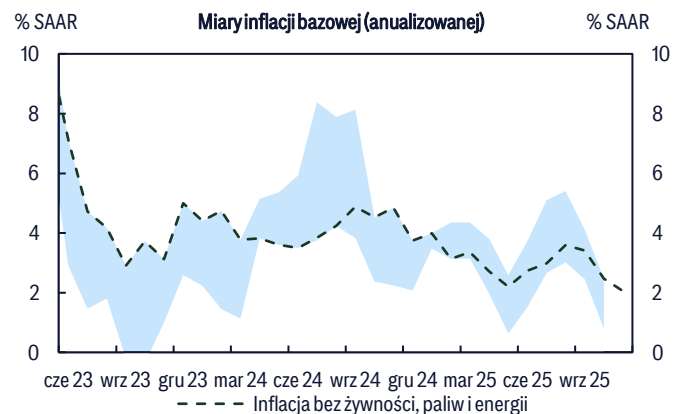
Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Wykres 11. Polska doświadcza głębokich (i trudnych do wyjaśnienia) spadków cen dóbr trwałego użytku



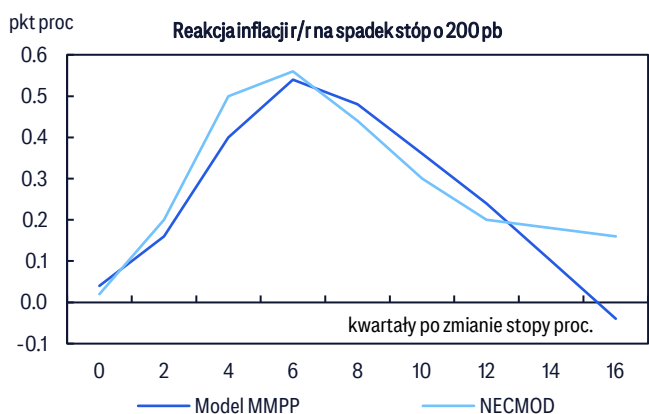
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 10. Impet inflacji bazowej kształtuje się na niskim poziomie



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane NBP

Wykres 12. Obniżki stóp procentowych o 200 pb mogą istotnie podnieść inflację po 4-6 kwartałach



Źródło: Szacunki na podstawie publikacji NBP: Materiały i Studia nr 346

Naszym zdaniem wiele czynników wskazuje, że w krótkim okresie inflacja pozostanie nie tylko niska, lecz może wręcz kształtować się poniżej prognoz NBP z listopadowej projekcji oraz poniżej obecnego konsensusu rynkowego. Przemawia za tym dotychczasowe umocnienie złotego oraz relatywnie niski impet inflacji bazowej (wykres 10). Gdyby dodać do tego prawdopodobną obniżkę trajektorii inflacji na skutek corocznej zmiany koszyka inflacyjnego, nie można wykluczyć spadku inflacji do około 2% w połowie roku.

Dużo ciekawsze jest jednak pytanie o inflację w dłuższym horyzoncie. Dotychczasowe obniżki stóp procentowych mogą dodać do inflacji około 0,5 punktu procentowego, odwracając dotychczasowy trend spadkowy inflacji bazowej. Biorąc pod uwagę zwyczajowe opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, efektów tych można spodziewać się w drugiej połowie 2026 r. oraz w 2027 r. Tym bardziej, że przyspieszenie wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach zapewne doprowadzi do domknięcia luki popytowej, usuwając tym samym jeden z czynników, który dotychczas pomagał w obniżaniu inflacji. W naszym podstawowym scenariuszu spodziewamy się, że pod koniec przyszłego roku inflacja może ponownie zacząć zbliżać się do 3%.

Cykl obniżek dobiega końca

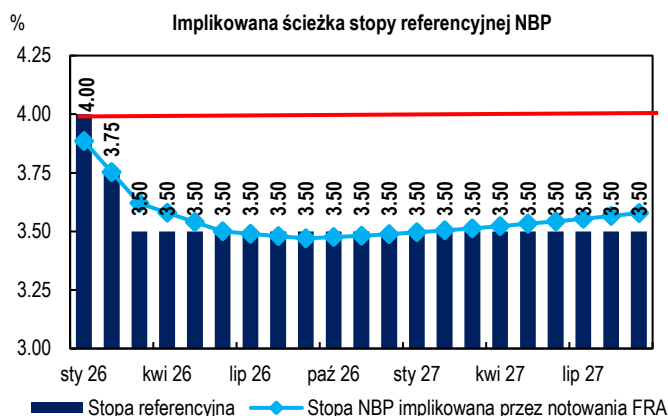
Rok temu w grudniu spodziewaliśmy się, że 2025 rok może przynieść serię obniżek stóp procentowych łącznie o 100 pb. Rada Polityki Pieniężnej rzeczywiście przystąpiła do cięć, jednak ich skala okazała się ostatecznie głębsza (-175pb do 4%) niż się spodziewaliśmy. Niewątpliwie takim działaniom sprzyjała relatywnie niska inflacja oraz silny złoty.

Biorąc pod uwagę dotychczasowe szybkie cięcia, w najbliższych miesiącach RPP będzie musiała ocenić na ile gospodarka potrzebuje dodatkowej stymulacji. Nasze prognozy makroekonomiczne - w tym wysokie tempo wzrostu gospodarczego i lekkie odbicie inflacji pod koniec roku - sugerują, że nie ma potrzeby dalszych szybkich obniżek. Z tego powodu spodziewamy się, że w styczniu i lutym Rada zrobi przerwę w cyklu, a kolejną obniżkę ponownie rozważy dopiero w marcu, gdy przygotowany zostanie nowy Raport Inflacyjny wraz z projekcją.

Naszym zdaniem cykl obniżek zbliża się ku końcowi. Realna stopa procentowa spadła w ostatnich miesiącach do poziomu około 1,5% i zbliżyła się do poziomu, który można uznać za neutralny dla polskiej gospodarki (naszym zdaniem 1,00-1,25%). Biorąc to pod uwagę, w nowym roku spodziewamy się tylko niewielkiego poluzowania polityki pieniężnej, łącznie o 25-50 pb. Przypuszczamy jednak, że w pierwszej połowie roku, gdy inflacja może oscylować poniżej celu banku centralnego, Rada będzie pod presją aby ciąć jeszcze głębiej.

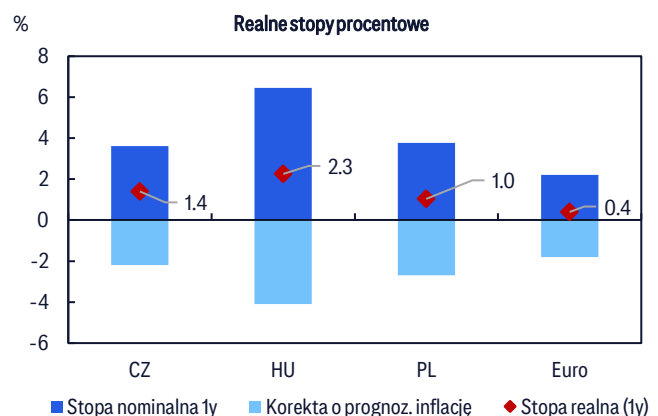
Głównym czynnikiem ryzyka pozostaje otoczenie zewnętrzne. Nasz podstawowy scenariusz zakłada jeszcze 50 pb obniżek przez Fed oraz pozostawienie stóp procentowych bez zmian w strefie euro. Gdyby wiodące zagraniczne banki centralne zdecydowały się luzować politykę pieniężną w większej od zakładanej skali, to mogłoby stworzyć większą przestrzeń do działania dla RPP.

Wykres 13. Rynek FRA wycenia obecnie obniżki stóp w Polsce o 50 pb w stosunku do obecnego poziomu



Źródło: Bloomberg, szacunki Citi Handlowy

Wykres 14. Stopa realna w Polsce jest relatywnie niska w porównaniu z krajami regionu

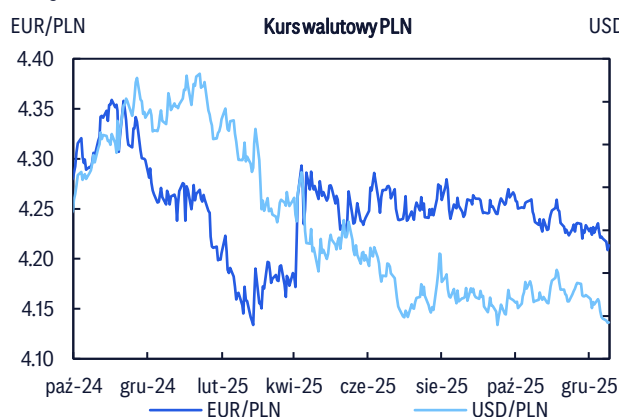


Źródło: Bloomberg, szacunki Citi Handlowy

Rynek walutowy

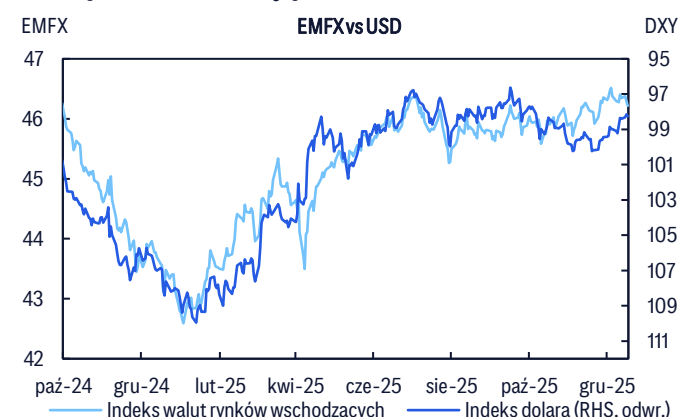
Minione dwanaście miesięcy stało pod znakiem silnej polskiej waluty, a złoty umacniał się zarówno w relacji do euro jak i dolara. Kurs EUR/PLN obniżył się o ok. 1.5% (blisko 7 groszy), natomiast spadek USD/PLN był zdecydowanie pokaźniejszy, gdyż przekraczał 13% (blisko 55 groszy). Siła złotego wobec dolara była pokłosiem osłabienia amerykańskiej waluty - kurs EUR/USD wzrósł z poziomu 1,04 pod koniec 2024 roku do ponad 1,17 w grudniu 2025. Stabe notowania amerykańskiej waluty sprzyjały walutom rynków wschodzących, a ponadto, nie obserwowaliśmy odpływu kapitału inwestorów od instrumentów bardziej ryzykownych pomimo obaw związanych z wpływem wyższych ceł na import towarów do USA czy konfliktów zbrojnych na arenie międzynarodowej.

Wykres 15. Od końca zeszłego roku, złoty umocnił się w relacji do dolara oraz euro



Źródło: Citi Handlowy, LSEG

Wykres 16. Stałszy dolar wspierał w 2025 roku umocnienie walut rynków wschodzących

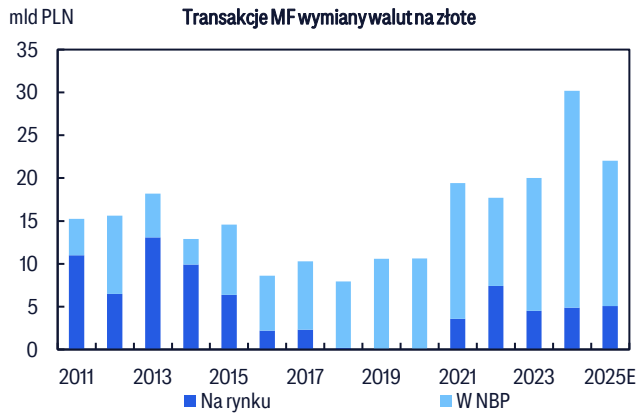


Źródło: Citi Handlowy, LSEG

Wsparciem dla polskiej waluty był również istotny napływ walut zagranicznych na rachunek Ministerstwa Finansów z tytułu emisji obligacji w tzw. „twardej walucie” oraz środków pochodzących z Unii Europejskiej. Według naszych szacunków wymiana walut przez Ministerstwo Finansów w bieżącym roku bezpośrednio na rynku nie odbiegała istotnie od wartości notowanych w latach 2024 i 2023, a większość transakcji dokonywano w NBP. Oznacza to, że polska waluta prawdopodobnie nie potrzebowała dodatkowego wsparcia ze strony władz, jednak sama możliwość wykorzystania środków w dyspozycji MF ograniczała presję na osłabienie złotego. W tym kontekście istotny w perspektywie przyszłego roku powinien być silny napływ środków z UE do Polski, który według naszych szacunków będzie przekraczał 4% PKB.

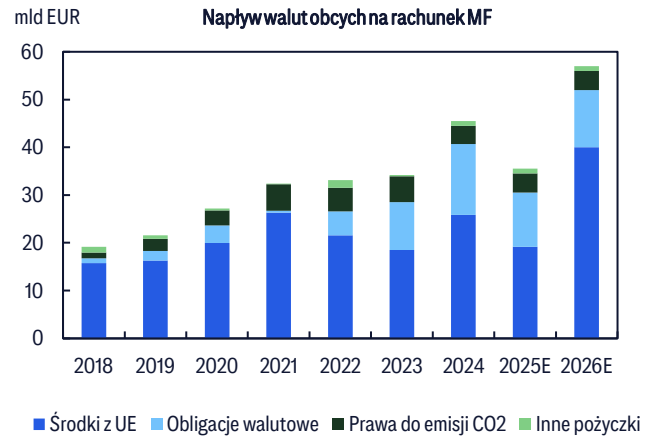
Naszym zdaniem w trakcie przyszłego roku kurs EUR/PLN może oscylować blisko poziomu 4,20, na co dodatkowo będzie wpływał zbliżający się koniec łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP. Stopy procentowe w Polsce będą pozostawały według naszych szacunków na relatywnie wysokim poziomie wobec stóp w strefie euro, co powinno sprzyjać stabilizacji złotego. Głównym czynnikiem ryzyka pozostaje możliwość ewentualnego odwrotu inwestorów od aktywów ryzykownych, który mógłby wywierać presję również na PLN.

Wykres 15. Wymiana walut przez Ministerstwo Finansów bezpośrednio na rynku prawdopodobnie nie odbiegała istotnie od wartości z lat ubiegłych



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

Wykres 16. Jednak duży napływ środków w walutach obcych na rachunek MF w przyszłym roku może być czynnikiem ograniczającym pole do osłabienia złotego



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów, Komisja Europejska

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 1. Polska – Prognozy średnioterminowe dla polskiej gospodarki

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1061	1110	1170
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3904	4179	4417
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	28370	29665	31263
Populacja (mln)	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.8	5.4	5.3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.5	4.0	3.1
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	3.0	7.8	0.6
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	3.8	3.6	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	4.1	3.6	2.9
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.2	6.0	5.8
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	4.7	5.9	5.5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.5	2.7	2.8
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	2.4	2.7
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.2	5.7	5.5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.00	3.75	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.13	3.88	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.30	4.70	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.62	3.80	3.77
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.68	3.77	3.78
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.21	4.25
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.22	4.24
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-10.0	-17.8	-22.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.6	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-17.5	-25.9	-30.5
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	394.1	404.5	422.3
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	411.6	430.4	452.8
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	43.7	45.1
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-36.3	-36.0	-36.3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-6.8	-6.1	-5.9
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.2	-3.3	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.7	51.5	54.6

Źródło: Dane GUS, NBP, Reuters; Prognozy Citi Handlowy

Tabela 2. Polska – Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2022	2023	2024E	2025P	2026P	2027P	2028P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.3	0.2	3.0	3.5	4.0	3.1	2.7
Inflacja CPI (% średnia)	14.3	11.5	3.6	3.6	2.4	2.7	2.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.6	-1.9	-2.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	6.75	5.75	5.75	4.00	3.75	3.75	3.75
USD/PLN (Koniec okresu)	4.39	3.94	4.13	3.62	3.80	3.77	3.82
USD/PLN (Średnia)	4.45	4.20	3.98	3.68	3.77	3.78	3.80
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.35	4.27	4.25	4.21	4.25	4.27
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.54	4.31	4.24	4.22	4.24	4.26

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Prognozy Citi Handlowy

Dodatek

Tabela 3 przedstawia nasz scenariusz podstawowy dla wybranych danych, a także dwa scenariusze alternatywne przedstawiające możliwy zakres zmienności wskaźników.

Tabela 3. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne – scenariusz bazowy, negatywny oraz pozytywny

Scenariusz podstawowy	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	1q28	2q28	3q28	4q28
Wzrost PKB*, r/r	3.5	3.9	4.1	4.1	3.8	3.3	3.1	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8
Inflacja średnioroczna, r/r	2.6	2.3	2.6	2.2	2.6	2.5	2.6	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	2.8
Przec. wynagrodzenie, r/r	6.4	5.7	5.3	5.0	5.0	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5.8	5.8	5.5	5.4	5.4	5.5	5.3	5.3	5.3	5.4	5.2	5.2	5.2
Stopa bezrobocia BAEL	3.2	3.4	3.0	2.9	2.7	3.1	2.8	2.8	2.6	2.9	2.6	2.7	2.7
Stopa referencyjna NBP (koniec okr.)	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
WIBOR 3M (koniec okr.)	4.19	3.94	3.94	3.94	3.94	3.94	3.94	3.94	3.94	3.94	3.94	3.94	3.94
WIG (koniec okr.)	110171	110894	111617	112340	113063	114117	115170	116224	117277	118030	118782	119535	120288
WIG20 (koniec okr.)	2961	2994	3026	3058	3090	3119	3148	3176	3205	3226	3246	3267	3287
Scenariusz negatywny	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	1q28	2q28	3q28	4q28
Wzrost PKB*, r/r	2.9	2.7	2.3	1.6	1.6	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1	2.3	2.6	2.7
Inflacja średnioroczna, r/r	2.2	1.3	1.2	0.3	0.9	1.0	1.3	1.9	2.0	2.3	2.5	2.7	2.6
Przec. wynagrodzenie, r/r	6.0	4.4	3.7	2.9	3.1	3.4	3.6	3.9	4.1	4.5	4.8	5.0	5.0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5.9	5.9	5.7	5.7	5.9	6.1	6.0	6.2	6.3	6.5	6.5	6.5	6.6
Stopa bezrobocia BAEL	3.2	3.5	3.1	3.2	3.1	3.6	3.4	3.6	3.5	3.9	3.8	3.9	4.0
Stopa referencyjna NBP (koniec okr.)	4.00	3.50	3.25	2.50	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50
WIBOR 3M (koniec okr.)	4.19	3.69	3.44	2.69	2.19	1.94	1.69	1.69	1.69	1.94	2.19	2.44	2.69
WIG (koniec okr.)	105741	102031	98447	94985	95596	96487	97378	98269	99159	99796	100432	101068	101705
WIG20 (koniec okr.)	2839	2747	2658	2571	2598	2622	2646	2671	2695	2712	2729	2747	2764
Scenariusz pozytywny	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	1q28	2q28	3q28	4q28
Wzrost PKB*, r/r	4.1	5.1	6.0	6.5	5.9	5.2	4.7	4.3	3.9	3.7	3.3	3.0	2.9
Inflacja średnioroczna, r/r	3.0	3.3	4.0	5.2	5.4	5.1	5.0	3.8	3.6	3.5	3.3	3.1	3.0
Przec. wynagrodzenie, r/r	6.9	6.9	7.0	7.2	6.9	6.8	6.6	6.3	6.1	5.6	5.4	5.2	5.2
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5.8	5.5	5.2	4.8	4.8	4.8	4.5	4.5	4.5	4.6	4.5	4.5	4.6
Stopa bezrobocia BAEL	3.2	3.2	2.7	2.5	2.2	2.5	2.1	2.1	1.9	2.2	1.9	2.0	2.1
Stopa referencyjna NBP (koniec okr.)	4.00	4.00	4.50	5.00	5.50	5.75	6.00	6.00	6.00	5.75	5.50	5.25	5.00
WIBOR 3M (koniec okr.)	4.19	4.19	4.69	5.19	5.69	5.94	6.19	6.19	6.19	5.94	5.69	5.44	5.19
WIG (koniec okr.)	114601	120126	125912	131971	132821	134058	135296	136534	137771	138655	139540	140424	141308
WIG20 (koniec okr.)	3084	3251	3426	3611	3649	3683	3717	3751	3785	3809	3833	3858	3882

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

*wzrost PKB odsezonowany

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

Anastazja Nagórka

Stażystka

anastazja.nagorka@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

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.