

Citi Monthly

# Punkt zwrotny na rynkach

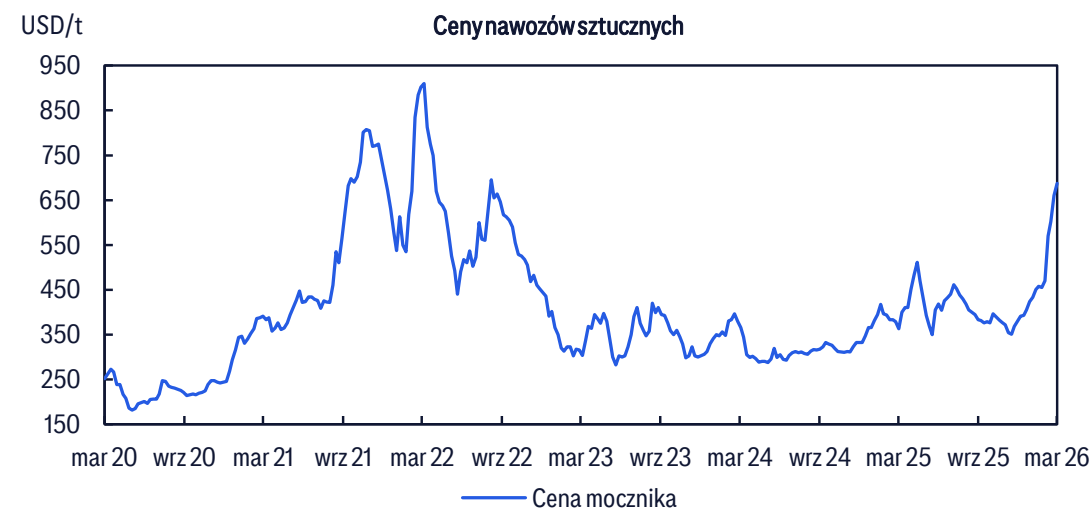
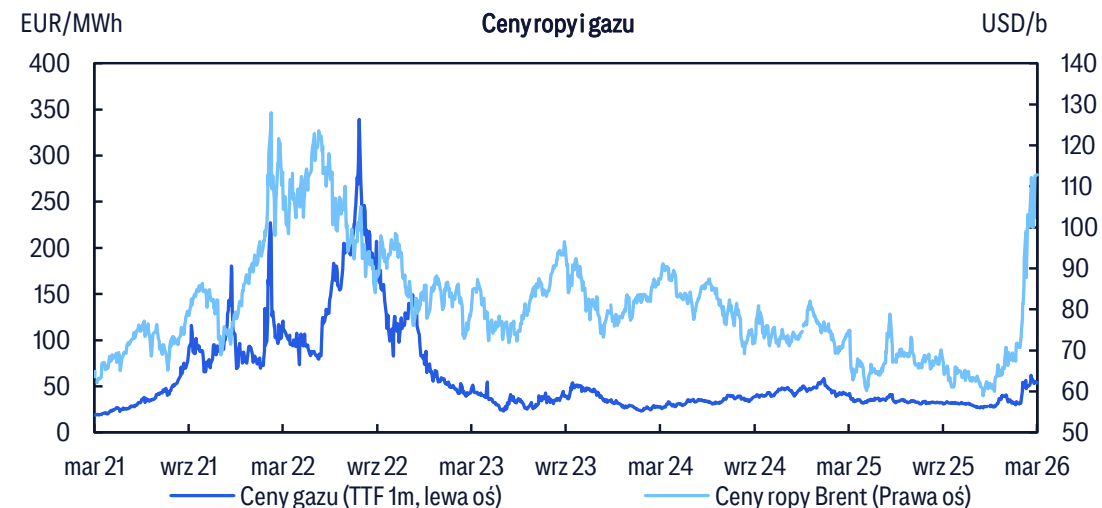
# Podsumowanie

- Nowy szok energetyczny, wywołany wojną na Bliskim Wschodzie, doprowadził do gwałtownych wzrostów cen surowców i niesie ze sobą ryzyko jego rozprzestrzenienia się na inne sektory gospodarki. Pomimo obecnych zawirowań, fundamenty makroekonomiczne pozostają solidne, a wpływ konfliktu na wzrost gospodarczy oceniamy jako ograniczony, dokonując rewizji wzrostu gospodarczego w 2026 r. z 4,0% do 3,9% r/r. Niewielka skala rewizji jest związana również z faktem, że naszą dotychczasową prognozę i tak uznawaliśmy za relatywnie ostrożną i do niedawna ryzyko widzieliśmy po stronie jeszcze silniejszego wzrostu.
- Rynek pracy przeszedł długą drogę w kierunku normalizacji presji płacowej, co widać po hamującej dynamice wynagrodzeń. Główne pytanie w tym momencie dotyczy jednak tego, czy obecny szok inflacyjny doprowadzi do wzmocnienia żądań płacowych i ponownego rozkręcenia spirali cenowej.
- Marcowa obniżka stóp przez RPP, wbrew rosnącej presji inflacyjnej, prawdopodobnie całkowicie wyczerpała przestrzeń do dalszego luzowania polityki pieniężnej. Rynek długu zareagował silnym wzrostem rentowności, a bilans zagrożeń dla stóp procentowych przechylony jest w stronę podwyżek. Niemniej ze względu na mniejsze ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy niż w czasie ostatniego szoku energetycznego, nasz scenariusz bazowy zakłada utrzymanie stóp bez zmian do końca roku.
- Na rynku walutowym złoty osłabił się, wpisując się w globalny trend awersji do ryzyka, którego głównym "wygranym" jest dolar amerykański. Choć na początku roku bilans płatniczy odnotował nadwyżkę, niepewność na rynkach globalnych może w najbliższym czasie utrzymywać presję na waluty rynków wschodzących.

# Kolejny szok energetyczny

## Ceny ropy i gazu w górę

- Rozpoczęcie wojny na Bliskim Wschodzie popchnęło ceny ropy naftowej powyżej 110 dolarów za baryłkę (Brent), co oznacza wzrost o ponad 50% wobec poziomów z końca lutego. W tym samym czasie ceny gazu TTF wzrosły o ponad 70%. Pomimo dynamicznych zmian, ceny na razie utrzymują się na poziomie znacznie niższym niż w okresie poprzedniego szoku energetycznego (2021-2022).
- Główna obawa dotyczy jednak dwóch czynników. Po pierwsze, szok cenowy może ujawniać się z opóźnieniem i w sposób nieliniowy, w miarę jak dotychczasowe zasoby/transporty surowców będą stopniowo się kurczyć, przy jednocześnie zmniejszonym eksporcie przez cieśninę Ormuz. Po drugie, wraz z możliwym nasileniem się działań wojennych w regionie z czasem zniszczeniu może ulegać infrastruktura energetyczna, co spowodowałoby bardziej trwały spadek podaży ropy i gazu niż wynikałoby tylko z czasowego zablokowania cieśniny Ormuz. Biorąc pod uwagę nieelastyczność popytu na ropę i gaz (tzn. fakt, że trudno w krótkim czasie ograniczyć ich zużycie) ryzyko dalszych silnych wzrostów cen na rynkach światowych jest trudne do zignorowania.
- Chociaż uwaga koncentruje się głównie na ropie oraz gazie, rzeczywisty szok przenosi się na inne sektory gospodarki. Utrzymywanie obecnej sytuacji może prowadzić m.in. do znacznego wzrostu cen stali, plastiku, nawozów sztucznych. Ten ostatni efekt z czasem odbije się również na wzroście cen żywności. W sumie więc obecny szok energetyczny może okazać się ostatecznie poważniejszy w skutkach dla globalnej gospodarki niż sugerowałyby obecne poziomy cen ropy i gazu.



# Kolejny szok energetyczny

## Paralele do 2022 roku

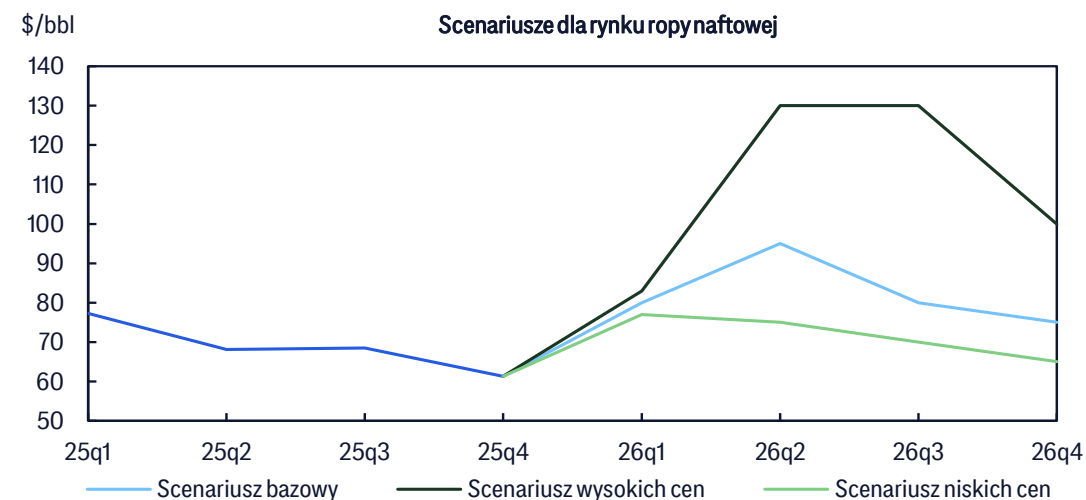
- Wspomnienia ostatniego szoku energetycznego z 2022 roku są wciąż świeże i w naturalny sposób napędzają obawy o możliwość powtórzenia podobnego scenariusza w 2026 r. Niemniej wpływ szoku na krajową gospodarkę będzie uzależniony od wielu czynników, z których część prezentuje się zdecydowanie korzystniej niż cztery lata temu.
- Po pierwsze dostawy energii do Polski wydają się lepiej zdywersyfikowane. Gospodarka nie zależy już od jednego źródła dostaw i to powinno ograniczać wpływ obecnych zawirowań na gospodarkę. Z drugiej strony trudno ignorować fakt, że Arabia Saudyjska była dotychczas bardzo ważnym źródłem dostaw ropy. Konsekwencje ewentualnego ograniczenia podaży z tego kierunku będą się dopiero ujawniać.
- Po drugie, o ile cztery lata temu szok energetyczny popchnął inflację w pobliże 20%, tym razem ryzyko szerokiego rozlewania się podwyżek cen wydaje się mniejsze. O ile wówczas wzrost płac utrzymywał się na początku szoku w pobliżu 10%, obecnie jest on znacznie niższy - 6% i hamuje. Równocześnie dynamika wzrostu gospodarczego jest niższa (3,6% w 2025 roku vs. 6,9% w 2021 roku). W sumie te czynniki ograniczają możliwość przenoszenia cen energii na inne ceny usług.
- Wreszcie dotychczasowa reakcja kursu złotego jest bardzo umiarkowana. Brak silniejszej deprecjacji oznacza, że na razie gospodarka nie odczuwa boleśnie szoku naftowego. Dzięki temu koszt importu surowców nie jest tak duży dla polskich firm.

## Porównanie głównych wskaźników u progu szoków energetycznych 2022 vs. 2026

	IV kw. 2021	IV kw. 2025
Wzrost PKB (% r/r)	8.7	4.0
Konsumpcja (% r/r)	8.4	4.2
Wzrost płac (% r/r)	9.8	7.4
CPI (% r/r, koniec okresu)	8.6	2.4
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.75	4.00

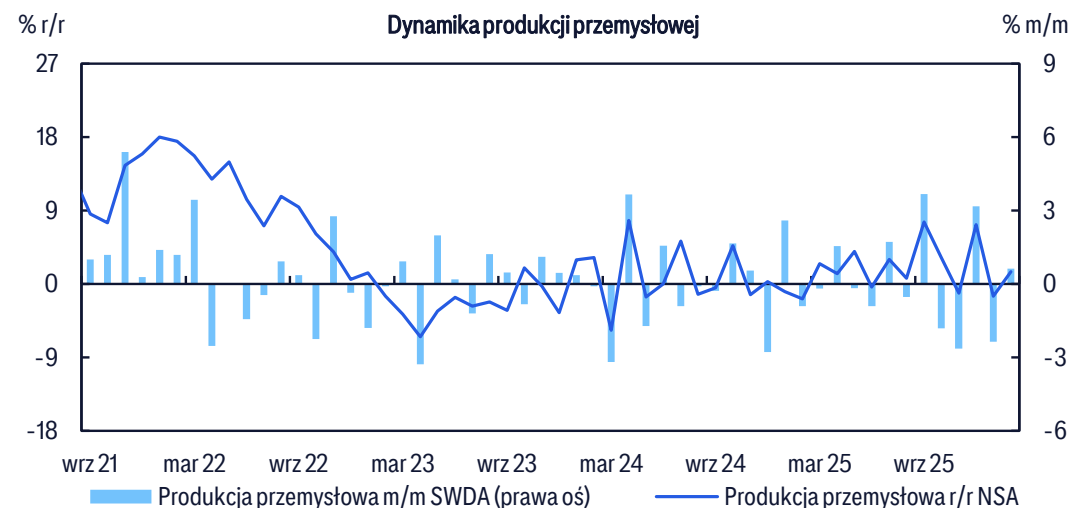
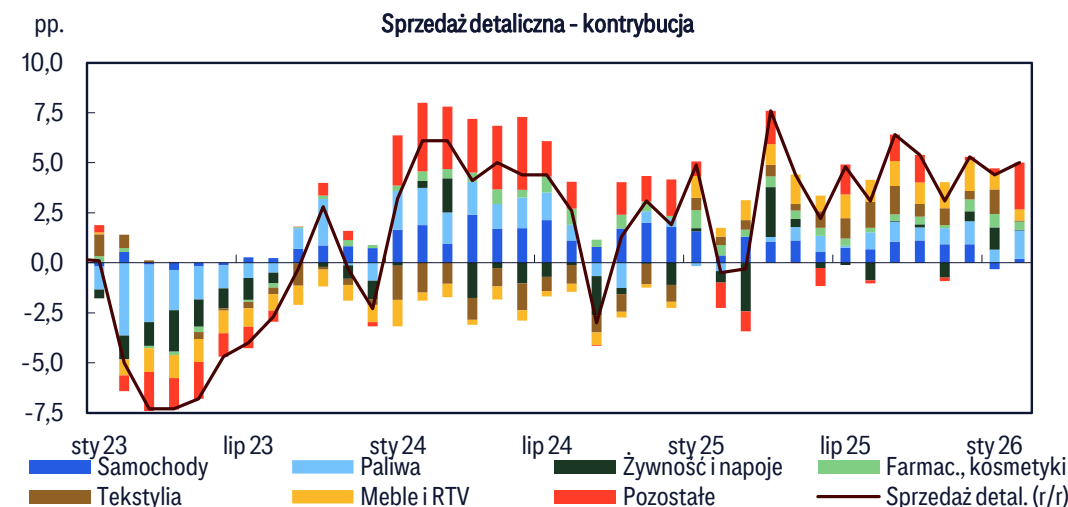
	31-Mar-22	31-Mar-26
EUR/PLN (koniec okresu)	4.66	4.29
USD/PLN (koniec okresu)	4.33	3.74



# Aktywność ekonomiczna

## Lutowe dane bez przetłomu

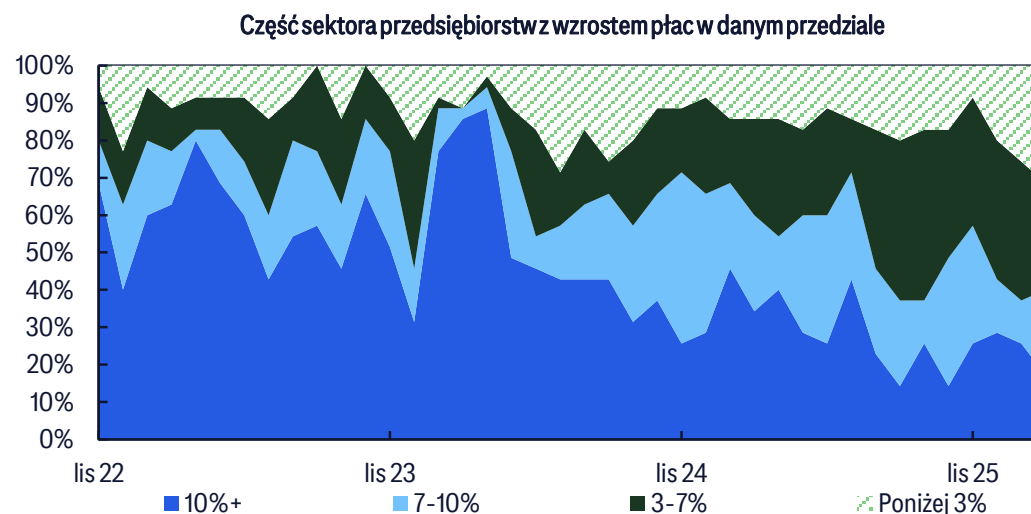
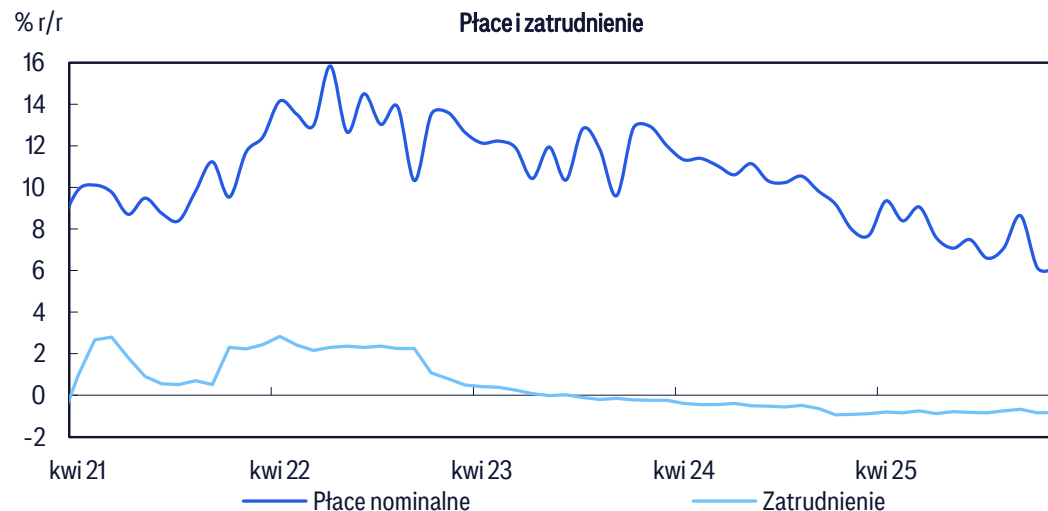
- Lutowe dane o aktywności gospodarczej nie zmieniły istotnie obrazu polskiej gospodarki. Sprzedaż detaliczna wzrosła o 5,0% r/r, kształtując się poniżej oczekiwań analityków (6,1% r/r) oraz naszej prognozy (6,6% r/r). Choć jej dynamika pozostaje solidna, w lutym wynik wspierany był przez niską bazę z ubiegłego roku. W ujęciu miesięcznym i po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym, sprzedaż detaliczna obniżyła się o 1,1%.
- W najbliższych miesiącach dobre nastroje polskich konsumentów mogą zostać wystawione na próbę. Niepewność związana z sytuacją na Bliskim Wschodzie oraz ryzyko wyraźnego spowolnienia wzrostu płacy realnej mogą w bieżącym roku ograniczać decyzje zakupowe konsumenta, przekładając się na słabsze wyniki sprzedaży detalicznej.
- Z kolei produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 1,5% r/r, zgodnie z konsensusem rynkowym. Dane z ostatnich miesięcy wciąż wskazują na niejednoznaczny obraz sektora przetwórczego, z dynamikami notującymi naprzemiennie dodatnie i ujemne wyniki. Jednocześnie europejski przemysł, już wcześniej osłabiony wysokimi cenami energii, będzie teraz musiał mierzyć się z perspektywą ich dalszego wzrostu, co pośrednio może ograniczać popyt na polskie towary eksportowe.
- Choć sytuacja na Bliskim Wschodzie pozostaje napięta, oczekujemy, że jej wpływ na polską gospodarkę będzie ograniczony. Z tego powodu nasza zaktualizowana prognoza wzrostu gospodarczego wynosi 3,9%, co stanowi niewielką rewizję w dół z pierwotnych 4,0%.



# Rynek pracy

## Płace pod kontrolą

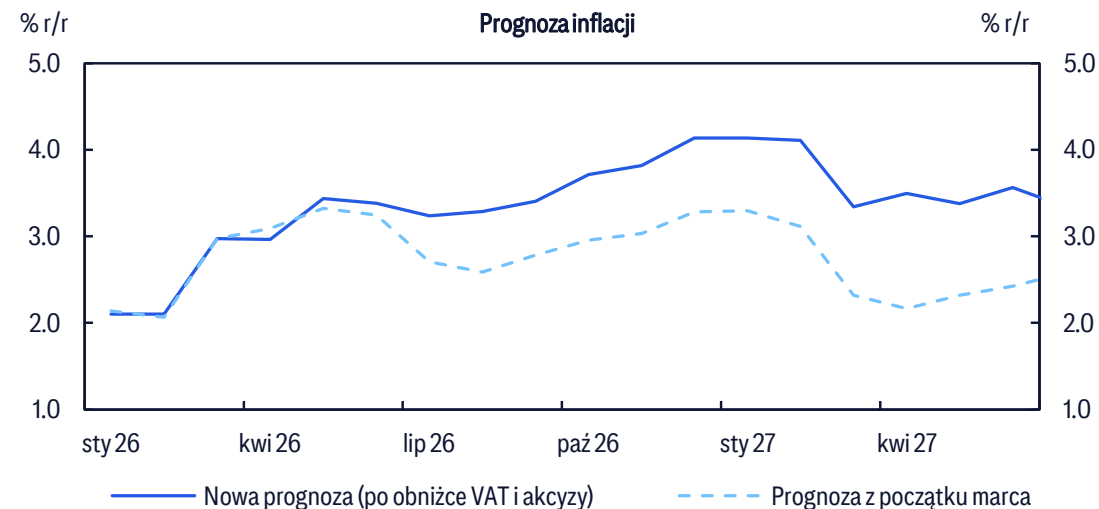
- Początek roku utwierdza nas w przekonaniu, że rynek pracy przeszedł długą drogę w kierunku normalizacji presji płacowej. Luty był drugim z kolei miesiącem z 6,1% wzrostem przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Wyniki te są już bardzo bliskie dynamice płac, która jest spójna z utrzymaniem inflacji na poziomie celu inflacyjnego banku centralnego. Co więcej, w ostatnich miesiącach ubywało branż, w których wzrosty płac utrzymywały się na wysokim poziomie, a zwiększał się udział branż z umiarkowanymi wzrostami.
- Główne pytanie w tym momencie dotyczy tego, czy szok inflacyjny doprowadzi do wzmocnienia żądań płacowych. Spodziewamy się, że pewien efekt rzeczywiście wystąpi, ale najprawdopodobniej nie będzie to przełożenie jeden-do-jednego. Innymi słowy, co prawda dynamika wynagrodzeń może ulec wzmocnieniu, ale w mniejszej skali niż dynamika cen. W rezultacie płace realne i tak wyhamują.
- W przeciwieństwie do sytuacji z 2022 roku, gdy gospodarka dopiero wychodziła z COVID-owych obostrzeń, a sytuacja na rynku pracy była bardzo napięta, tym razem siła przetargowa pracowników wydaje się znacznie mniejsza. Po pierwsze, popyt krajowy rośnie w wolniejszym tempie, co odbija się na zapotrzebowaniu na nowych pracowników. Po drugie, zmiany technologiczne powodują, że obecnie istnieje większa przestrzeń do zwiększania wydajności, a w rezultacie wzrosty produkcji mogą następować przy odpowiednio niższym poziomie zatrudnienia.



# Inflacja

## Inflacja znowu zaczyna rosnąć

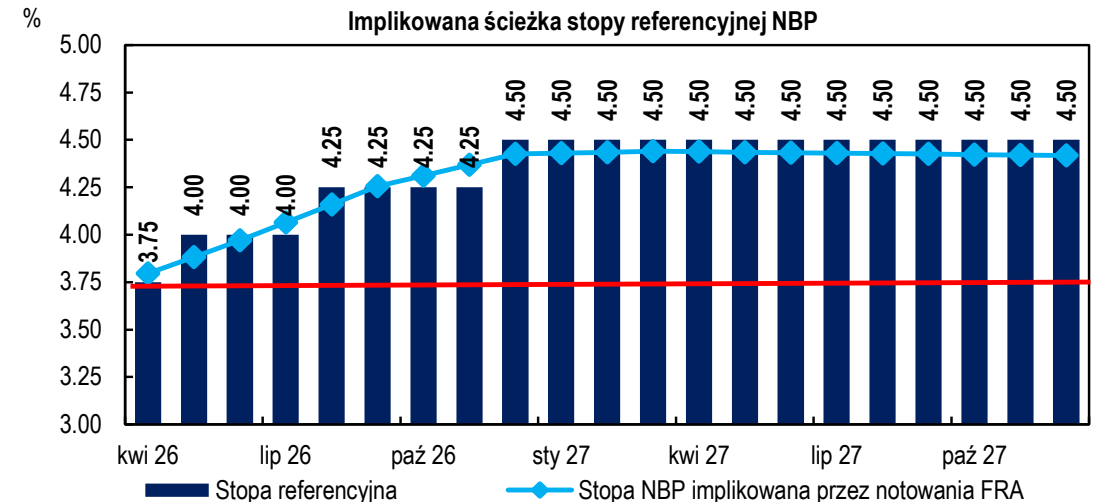
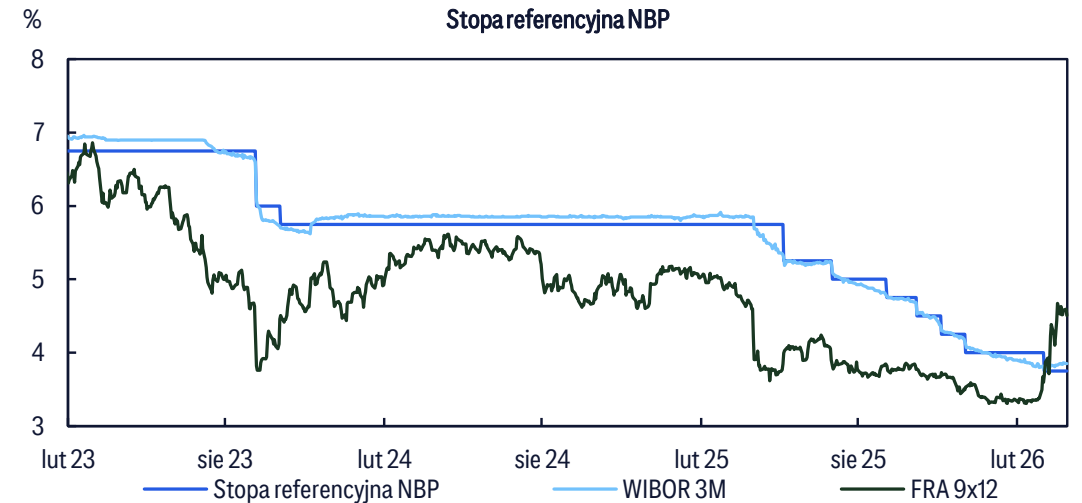
- Wybuch wojny w Zatoce Perskiej i związany z tym wzrost cen ropy naftowej przyczynił się do silnego odbicia inflacji, która w marcu sięgnęła 3%, wobec 2,1% w lutym. W reakcji na wzrost cen paliw rząd podjął decyzję o obniżce akcyzy oraz VAT na paliwa (do 8%), co powinno wyłuszczyć trend wzrostowy CPI w krótkim okresie. Jeżeli jednak ceny ropy będą wciąż rosły, trudno będzie uniknąć kolejnych podwyżek.
- Wzrost cen ropy i gazu zapewne doprowadzi do wzrostu kosztów produkcji, ale przenoszenie wyższych cen na konsumentów wydaje się obecnie znacznie trudniejsze niż w 2022 roku. Z tego punktu widzenia obecną sytuację można traktować jako typowy, choć bardzo silny, szok podażowy, w przypadku którego wyższej inflacji towarzyszyć będzie osłabienie popytu.
- W związku z nieprzewidywalną sytuacją na Bliskim Wschodzie, na prognozy inflacji należy patrzeć w sposób scenariuszowy. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że od połowy roku ceny ropy zaczną spadać w kierunku 80 SUD/baryłkę. W takim scenariuszu inflacja pod koniec roku może lekko przekroczyć 4%, a wzrosty inflacji bazowej będą nieznaczne. Dla porównania w przypadku wzrostu i stabilizacji cen ropy naftowej na poziomie 150 USD/b wskaźnik inflacji przekroczyłby pod koniec roku poziom 7%, nawet pomimo wprowadzonych już działań ograniczających ceny paliw.



# Polityka pieniężna

## Od obniżek do podwyżek?

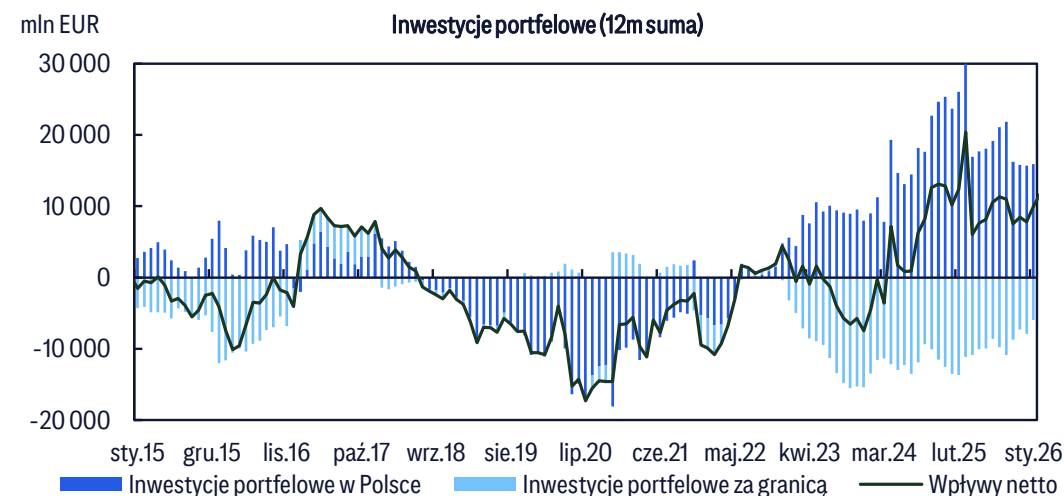
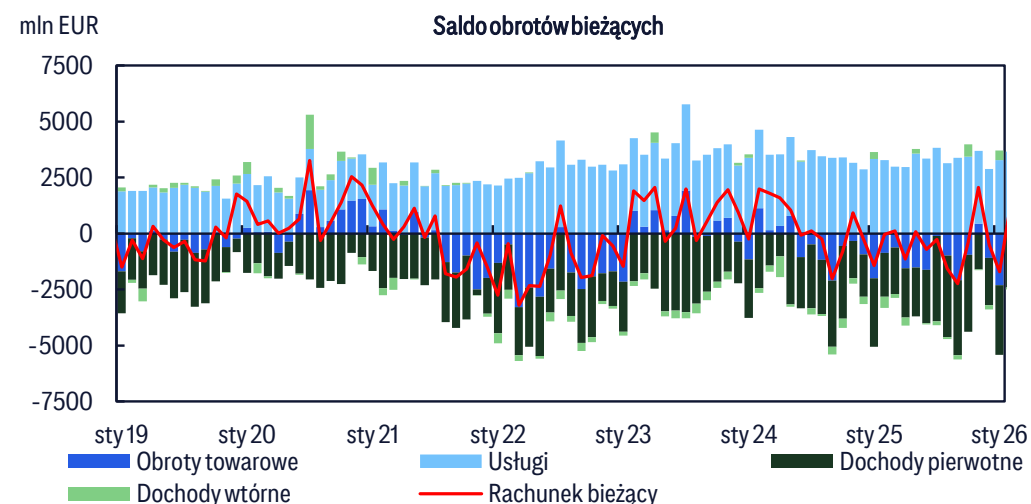
- W marcu, a więc już po rozpoczęciu wojny na Bliskim Wschodzie, Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się na obniżkę stopy referencyjnej o 25pb do poziomu 3,75%. Patrząc z perspektywy ostatnich kilku tygodni można odnieść wrażenie, że RPP postanowiła dostarczyć obniżkę, którą wcześniej tak mocno sygnalizowała. Jednocześnie wydaje się, że ten ruch całkowicie wyczerpał przestrzeń do jakiegokolwiek dalszego luzowania polityki pieniężnej, szczególnie w obliczu wysokich cen paliw.
- Ostatnia decyzja RPP stoi zresztą w sprzeczności z oczekiwaniami rynkowymi, które wręcz wyceniają wysokie prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych w kolejnych miesiącach. W sumie notowania krzywej FRA wskazują na trzy podwyżki jeszcze przed końcem bieżącego roku (łącznie o 75pb).
- Spoglądając na wypowiedzi członków RPP, przypuszczamy, że przedstawiciele banku centralnego będą niechętni szybkiemu zacieśnieniu polityki pieniężnej. Ponieważ ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest obecnie niższe niż w czasie poprzedniego szoku energetycznego, RPP może pozwolić sobie na cierpliwość. Z tego względu nasz podstawowy scenariusz zakłada pozostawienie stóp bez zmian do końca roku. Jeżeli jednak chodzi o bilans zagrożeń dla tej prognozy, to jest on zdecydowanie przechylony w stronę podwyżek stóp. Chociaż ryzyko efektów drugiej rundy jest mniejsze niż w 2022 roku, łatwo sobie wyobrazić scenariusz w którym inflacja CPI rośnie na tyle mocno, że Rada nie może albo nie chce sobie pozwolić na zwlekanie z podwyżkami.



# Bilans płatniczy

## Otwarcie roku z nadwyżką

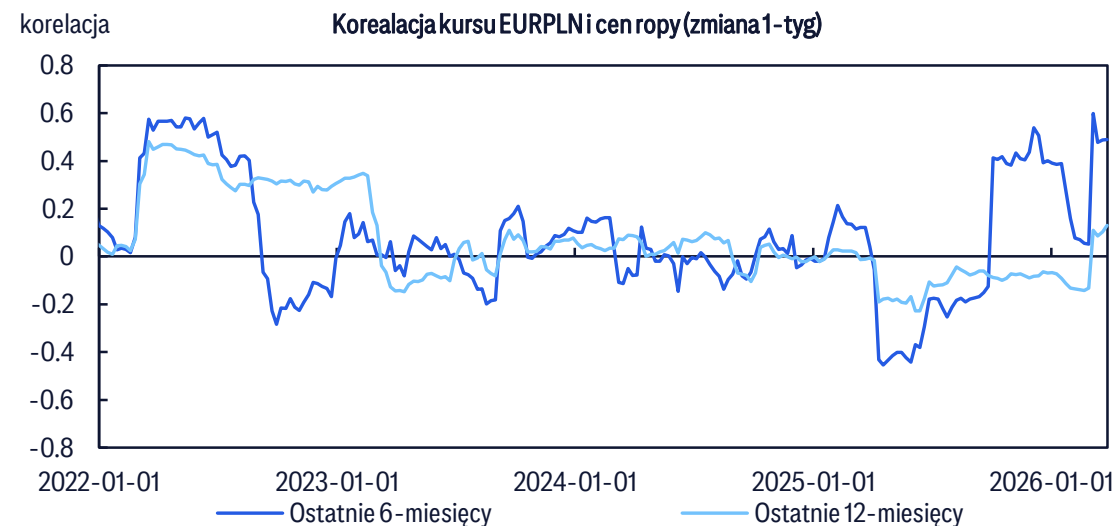
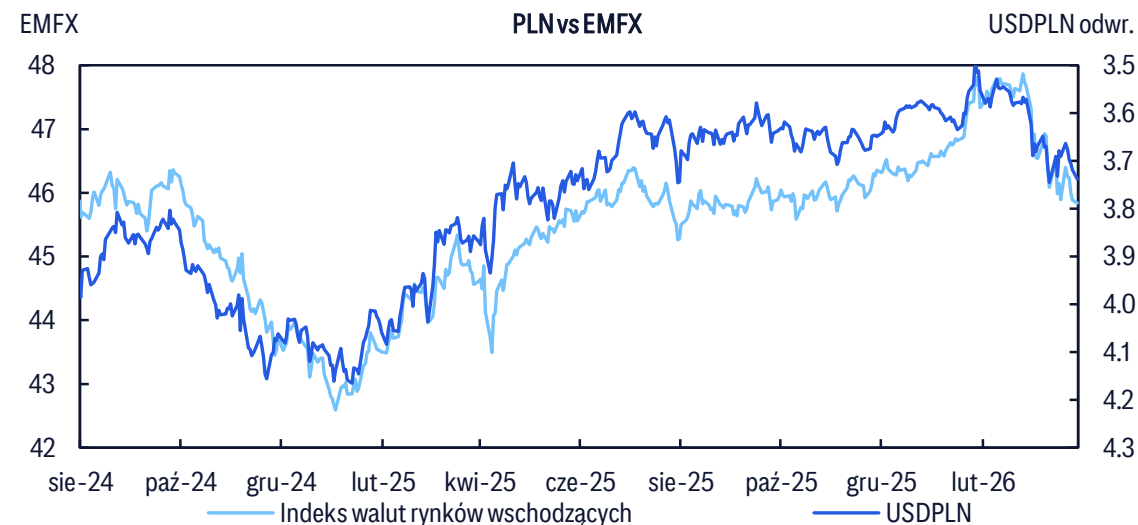
- W styczniu rachunek salda obrotów bieżących odnotował nadwyżkę w wysokości 1153 mln EUR wobec -1698 mln EUR w grudniu.
- Do poprawy wyniku w dużej mierze przyczyniło się polepszenie salda handlowego, które zwiększyło się w styczniu do +378 mln EUR z -2298 mln EUR miesiąc wcześniej. Mimo to eksport oraz import rozczarowały, notując spadki odpowiednio o 1,8% r/r oraz 6,1% r/r.
- Nawiązując do komentarza NBP, na słabsze wyniki składowych wymiany handlowej miała wpływ niższa liczba dni roboczych w porównaniu z ubiegłym rokiem. W przypadku eksportu, największe spadki dotyczyły dóbr inwestycyjnych, towarów zaopatrzeniowych oraz środków transportu. Z kolei import w dalszym ciągu był osłabiany przez niższe ceny paliw (dane pochodzą sprzed wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie). Obok paliw istotnie obniżyła się również wartość importu towarów zaopatrzeniowych oraz dóbr inwestycyjnych.
- Saldo inwestycji portfelowych w ostatnich miesiącach pozostawało względnie wysokie. Skumulowane napływy netto za okres 12 miesięcy wyniosły w styczniu 13 144 mln EUR, pozostając na poziomie zbliżonym do tego sprzed roku (12 410 mln EUR). O ile solidne fundamenty gospodarcze, silny złoty oraz relatywnie wysokie stopy procentowe wspierały w ostatnim czasie dotychczasowe napływy kapitału, o tyle w warunkach rosnącej niepewności globalnej inwestorzy mogą ograniczać ekspozycję na rynki wschodzące, w tym Polskę, prowadząc do odpływu kapitału i zwiększając presję na złotego.



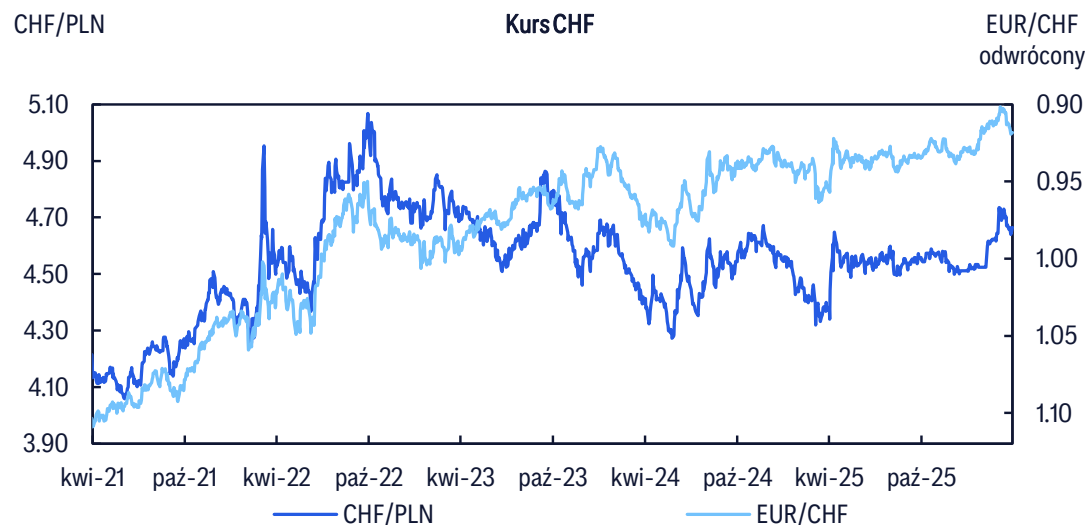
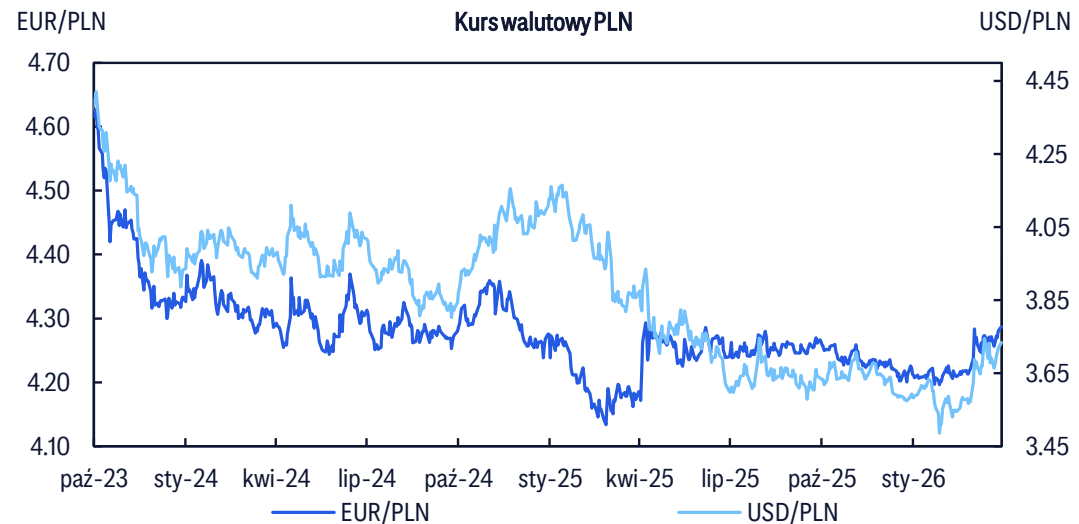
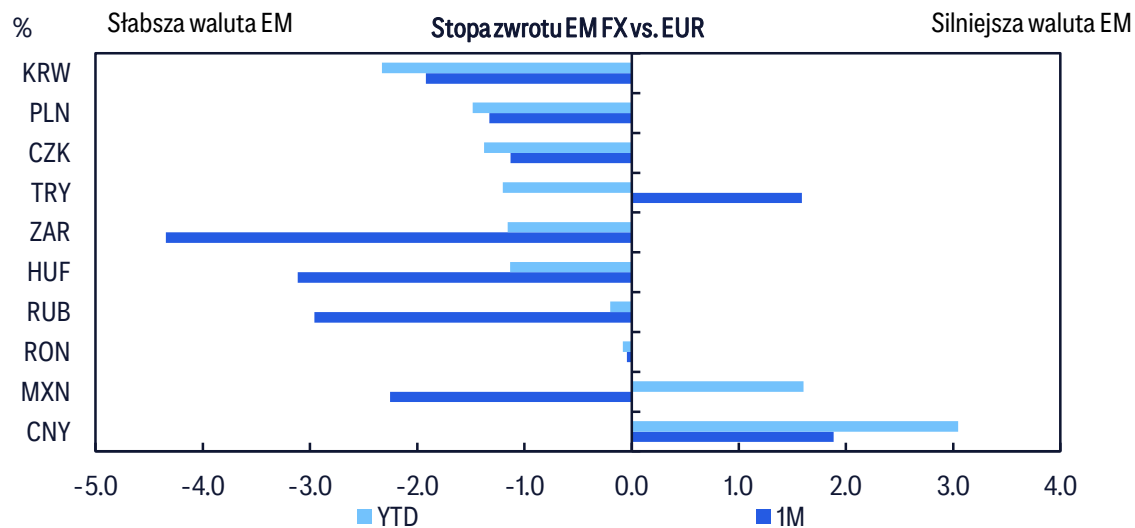
# Rynek walutowy

## Złoty słabszy, ale wyprzedaż ograniczona

- W marcu złoty osłabił się w relacji do euro o 1,5% oraz 4,5% wobec dolara. Osłabienie złotego wpisywało się w globalny trend niższych notowań walut rynków wschodzących w efekcie na mocniejszego dolara oraz wzrostu awersji wobec aktywów ryzykownych.
- Pomimo spadku notowań, ciężko mówić o istotnej wyprzedaży złotego, a nawet skala ruchu wobec amerykańskiego dolara jest niewielka w porównaniu do wydarzeń z niedawnej przeszłości. Wzrost kursu USD/PLN zdecydowanie przekraczały 10% w krótkim czasie od wybuchu pandemii COVID-19 w 2020 roku oraz po rosyjskiej agresji na Ukrainę w 2022 roku. Obecny kryzys charakteryzuje się przede wszystkim obawami o efekty wzrostu cen ropy naftowej w związku z problemami w transporcie surowca przez cieśninę Ormuz, a od początku marca istotnie wzrosła korelacja notowań złotego oraz cen ropy.
- Głównym „wygranym” konfliktu na Bliskim Wschodzie jest amerykański dolar, gdyż kurs EUR/USD jest już o 5% niżej od tegorocznego szczytu (powyżej 1,20) i znajduje się poniżej poziomu 1,15. Euro nie korzysta na wzroście oczekiwań na podwyżki stóp procentowych, gdyż wycena rynkowa wynika przede wszystkim z oczekiwanej możliwej odpowiedzi EBC na szok cenowy, a nie na silną sytuację gospodarczą.
- Naszym zdaniem kursu EUR/PLN będzie w najbliższym czasie pozostawał na poziomach zdecydowanie wyższych niż na początku tego roku, a w perspektywie 3-miesięcy widzimy przestrzeń do wzrostu notowań powyżej poziomu 4,30. Notowania USD/PLN będą pochodną siły dolara, gdzie możliwy jest nawet przejściowy wzrost powyżej poziomu 3,85 w przypadku spadku notowań EUR/USD w stronę 1,11.



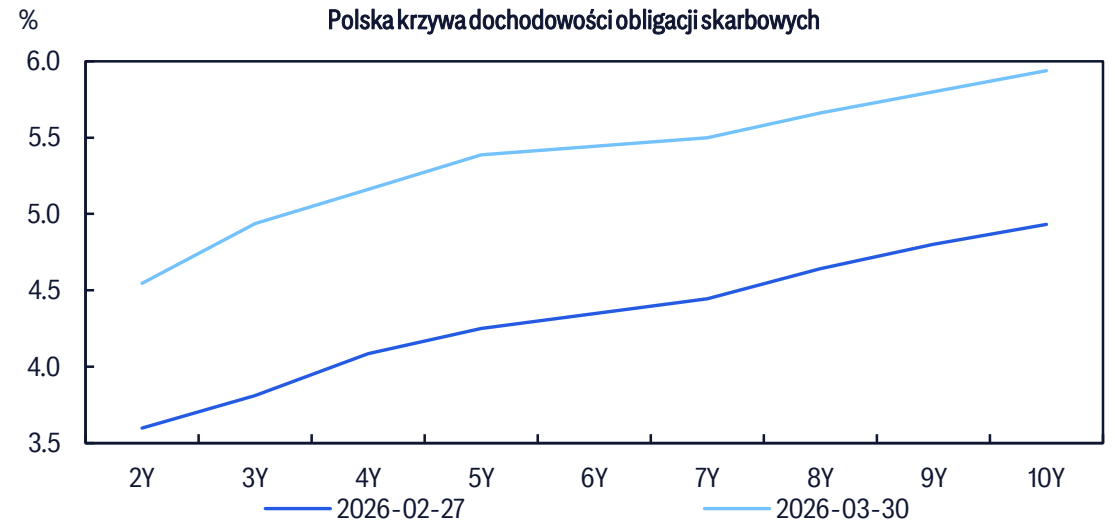
# Rynek walutowy



# Rynek długu

## Wyprzedaż obligacji w marcu

- W marcu doszło do silnego wzrostu rentowności polskich obligacji skarbowych, który przekraczał nawet 100 pb w skali miesiąca. Od końca lutego obserwowaliśmy prawie równoległe przesunięcie krzywej w górę, jednak w trakcie marca wahania na poszczególnych tenorach potrafiły być mocno zróżnicowane, m.in. z uwagi na ograniczoną płynność.
- Czynnikiem, który pchał rentowności polskich obligacji w górę była przede wszystkim eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie. Obawy o wzrost inflacji oraz wpływ na perspektywy gospodarcze, a także awersja do ryzyka na rynkach finansowych prowadziły do „wymazania” oczekiwań na obniżki stóp, a w ich miejsce w notowaniach kontraktów pochodnych widać już pole do wzrostów stóp banków centralnych.
- Spread polskich papierów w porównaniu z obligacjami z rynków bazowych rozszerzył się o około 60pb w sektorze 10-letnim (zarówno wobec USA, jak i Niemiec). Warto zaznaczyć, że obligacje nie były w przypadku eskalacji tego konfliktu tradycyjną bezpieczną przystanią, ze względu na obawy o wpływ niedoboru surowców energetycznych na CPI.
- Ze względu na wysoką zmienność Ministerstwo Finansów zdecydowało się na odwołanie jednego z marcowych przetargów, a sprzedaż na jedynej regularnej aukcji była o blisko 40% niższa niż na ostatnim przetargu w lutym. W najbliższym czasie zakładamy, że rentowności polskich obligacji skarbowych będą charakteryzowały się podwyższoną zmiennością. Oczekujemy, że brak podwyżek procentowych pozwoli w kolejnych miesiącach na przesunięcie krzywej dochodowości niżej.



# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2025												2026	
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	
<b>Strefa Realna</b>														
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-1.8	2.5	1.3	4.0	-0.4	3.0	0.7	7.6	3.2	-1.1	7.3	-1.5	1.5	
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-0.3	8.5	-3.1	-1.9	-1.3	0.4	-7.1	16.3	5.3	-9.4	-0.2	-6.1	2.8	
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-2.1	2.9	1.8	4.3	0.1	3.5	1.1	8.4	3.3	-1.3	8.0	-3.2	0.1	
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-0.1	-1.0	-4.2	-2.9	2.1	0.7	-7.0	0.2	4.2	0.1	4.5	-12.9	-13.7	
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-0.5	-0.3	7.6	4.4	2.2	4.8	3.1	6.4	5.4	3.1	5.3	4.4	5.0	
Stopa bezrobocia (%)	5.5	5.4	5.2	5.1	5.1	5.4	5.5	5.6	5.6	5.6	5.7	6.0	6.1	
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.7	-0.8	-0.8	
<b>Ceny</b>														
Inflacja (% r/r)	4.9	4.9	4.3	4.0	4.1	3.1	2.9	2.9	2.8	2.5	2.4	2.1	2.1	
Inflacja (% m/m)	0.3	0.2	0.4	-0.2	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.7	0.3	
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.3	-1.0	-1.6	-1.5	-1.5	-1.3	-1.3	-1.4	-2.2	-2.3	-2.5	-2.6	-2.3	
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	0.5	-0.2	-0.5	-0.5	-0.3	0.1	-0.4	-0.3	0.1	
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	7.9	7.7	9.3	8.4	9.0	7.6	7.1	7.5	6.6	7.1	8.6	6.1	6.1	
<b>Przepływy zagraniczne</b>														
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	115	-1136	88	-711	-262	-1571	-2239	-408	2053	-499	-1698	1153	-	
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-620	-1551	-1509	-1617	-113	-982	-2075	-943	443	-1087	-2298	378	-	
Eksport f.o.b. (mln EUR)	27949	29909	28585	28560	28376	28518	25115	30190	32390	29859	27350	27706	-	
Eksport (% r/r)	1.2	3.9	-0.6	5.5	3.3	3.5	-0.9	6.2	5.5	2.7	9.7	-1.8	-	
Import f.o.b. (mln EUR)	28569	31460	30094	30177	28489	29500	27190	31133	31947	30946	29648	27328	-	
Import (% r/r)	4.0	10.5	7.6	7.3	1.9	2.7	-1.0	7.4	2.9	3.1	10.1	-6.1	-	

# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2025												2026	
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	
<b>Strefa monetarna</b>														
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9.1	10.3	10.4	10.3	10.5	10.8	11.1	11.1	10.6	10.6	10.4	10.0	10.6	
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10.3	10.1	9.8	10.1	9.3	9.5	9.7	9.2	8.3	8.1	8.4	8.2	8.4	
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	3.6	5.9	7.2	5.9	11.9	12.1	11.8	12.2	11.6	11.4	14.4	12.0	14.1	
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2.2	2.8	3.0	3.1	2.6	2.8	2.7	3.1	3.3	3.6	4.1	4.5	4.8	
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.0	3.0	4.2	5.6	7.7	8.8	9.1	8.6	9.2	10.8	9.0	10.4	11.5	
<b>Rynki finansowe</b>														
Stopa referencyjna (koniec mies.)	5.75	5.75	5.75	5.25	5.25	5.00	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00	
WIBOR 3M (średnio)	5.77	5.75	5.48	5.16	5.12	4.92	4.78	4.65	4.46	4.18	3.96	3.83	3.76	
WIBOR 3M (koniec okresu)	5.76	5.74	5.31	5.12	5.13	4.83	4.72	4.62	4.36	4.12	3.89	3.80	3.70	
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	5.55	5.43	4.38	4.63	4.76	4.47	4.36	4.31	4.08	3.82	3.66	3.53	3.50	
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.18	5.10	4.38	4.72	4.56	4.26	4.24	4.31	4.13	3.87	3.99	3.63	3.47	
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.55	5.36	4.70	5.07	4.91	4.75	4.74	4.82	4.67	4.54	4.52	4.30	4.26	
EUR/PLN (koniec okresu)	4.16	4.18	4.28	4.25	4.24	4.27	4.27	4.27	4.25	4.24	4.23	4.21	4.22	
USD/PLN (koniec okresu)	4.00	3.86	3.76	3.75	3.62	3.73	3.66	3.63	3.68	3.66	3.60	3.54	3.58	
EUR/USD (koniec okresu)	1.04	1.08	1.14	1.13	1.17	1.14	1.17	1.17	1.16	1.16	1.18	1.19	1.18	
<b>Wskaźniki fiskalne</b>														
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	36.3	76.3	91.4	108.3	119.7	156.7	172.0	201.4	227.1	244.9	275.6	3.7	48.5	
Def. budżetowy skum. (% planu)*	13%	26%	32%	38%	41%	54%	60%	70%	79%	85%	95%	1%	17%	

# Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1097	1166
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4176	4432
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27758	29332	31160
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	5.7	5.8	5.7
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.9	2.9
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	8.8	1.6
Konsumpcja (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.8	3.4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	3.7	3.5
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	6.0	4.4
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	7.0	6.3
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	4.1	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.2	3.5
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	6.3	5.7
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	4.04	3.88	3.88
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.30	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.80	3.80
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.81	3.80
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.33	4.31
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.31	4.31

# Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-7.1	-14.6	-19.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.7	-1.3	-1.7
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-14.9	-23.9	-28.2
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.0	412.4	427.5
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	405.0	436.3	455.7
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	44.9	46.0
Saldo dochodów pierwotnych	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-36.1	-37.0	-37.1
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-6.7	-6.1	-5.9
Saldo pierwotne sektora	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.2	-3.3	-3.0
Dług publiczny (Polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.7	51.2	54.3

## Prognozy długoterminowe

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.3	0.2	3.0	3.6	3.9	2.9	2.8
Inflacja CPI (% średnia)	14.3	11.5	3.6	3.6	3.2	3.5	2.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.2	1.5	0.3	-0.7	-1.3	-1.7	-2.0
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	3.60	3.80	3.80	3.84
USD/PLN (Średnia)	4.45	4.20	3.98	3.75	3.81	3.80	3.82
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.35	4.27	4.23	4.33	4.31	4.30
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.54	4.31	4.24	4.31	4.31	4.30

# Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

Arkadiusz Trzciotek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

[arkadiusz.trzciotek@citi.com](mailto:arkadiusz.trzciotek@citi.com)

Anastazja Nagórka

Praktykantka

[anastazja.nagorka@citi.com](mailto: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](mailto: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