

Citi Monthly

Inflacja wywiera presję na banki centralne

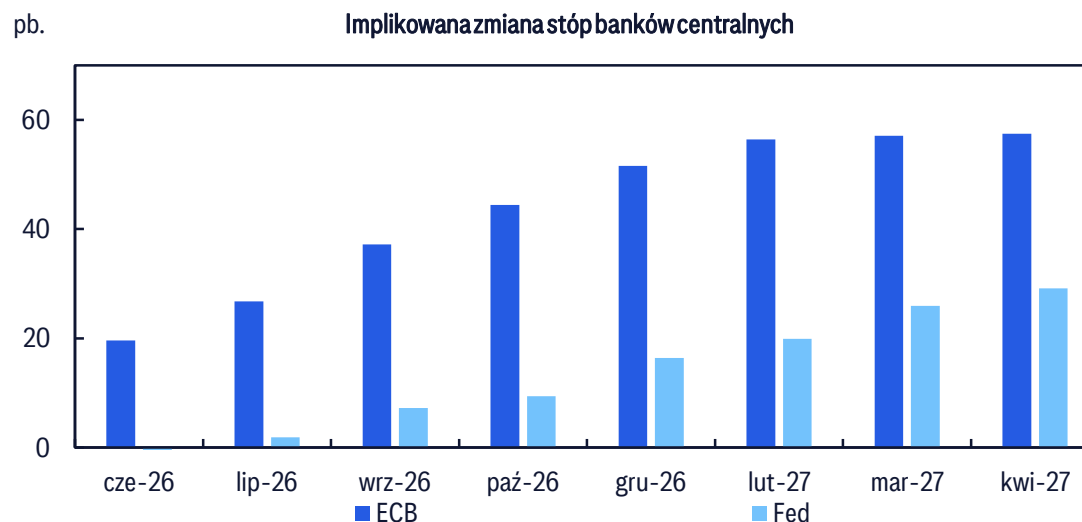
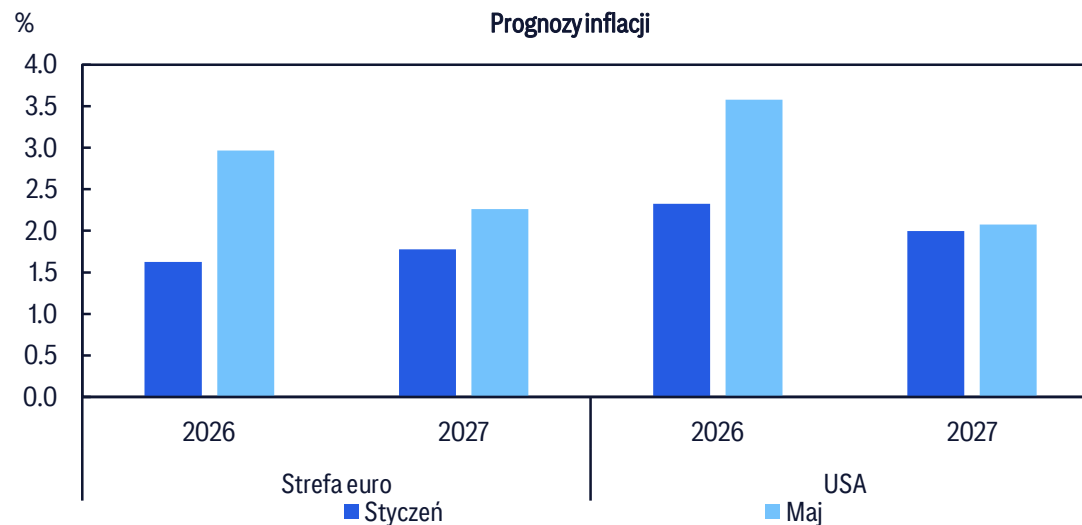
Podsumowanie

- W I kwartale PKB wzrósł o 3,4% r/r i był słabszy od oczekiwań rynkowych. Wynik ten zapewne odzwierciedla wpływ styczniowych i lutowych mrozów na sytuację gospodarczą, choć warto zauważyć, że również początek II kwartału przyniósł osłabienie aktywności w kraju. Spodziewamy się wzrostu PKB w tym roku w granicach 3,5-4%, ale ostateczny wynik będzie uzależniony od tego, jak szybko dojdzie do zakończenia wojny na Bliskim Wschodzie.
- Rynek pracy ulega normalizacji. W kwietniu wynagrodzenia w firmach wzrosły o 5,4% r/r, co było najniższym wynikiem od początku 2021 r. Wynik ten był również zgodny z dynamiką płac notowaną w Polsce w „normalnych” czasach. Spodziewamy się, że spowolnienie gospodarcze oraz zmiany technologiczne przyczynią się do spadku popytu na pracę w horyzoncie najbliższych dwóch lat.
- Inflacja CPI w kwietniu wzrosła powyżej 3%, do czego przyczyniły się przede wszystkim wzrosty czynników bazowych, a więc niezwiązanych bezpośrednio z cenami paliw. Trend wzrostowy CPI może się utrzymać w kolejnych miesiącach, a inflacja prawdopodobnie przekroczy górną granicę celu banku centralnego już w maju. Blokada Cieśniny Ormuz zwiększa ryzyko wzrostu cen w różnych kategoriach (plastik, nawozy, krajowe usługi turystyczne turystyka), wzmacniając presję inflacyjną.
- Rada Polityki Pieniężnej (RPP) utrzymała stopy na 3,75%, pozostając w trybie wyczekiwania. Jeżeli nie dojdzie do szybkiego złagodzenia napięć geopolitycznych, Rada może ostatecznie zdecydować się na podwyżki stóp, starając się w ten sposób w średnim terminie zapewnić powrót inflacji w pobliżu celu.

Otoczenie zewnętrzne

Ryzyka dla inflacji i wzrostu a polityka pieniężna

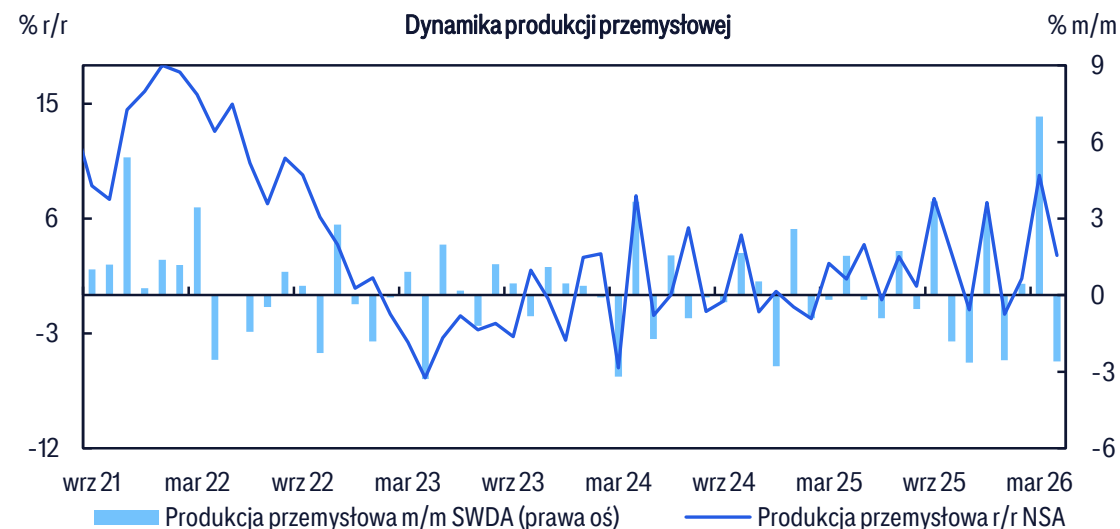
- Wybuch konfliktu na Bliskim Wschodzie przyczynił się nie tylko do podwyższonej zmienności na rynkach finansowych, ale wpłynął również istotnie na oczekiwane procesy ekonomiczne w głównych gospodarkach świata.
- W porównaniu z sytuacją z początku roku nasza prognoza inflacji na 2026 r. w strefie euro wzrosła o 1,4 pp do 3%, natomiast w USA o 1,3 pp do 3,6%. Wpływ konfliktu na Bliskim Wschodzie na strefę euro będzie w naszym odczuciu bardziej długotrwały. Spodziewamy się bowiem, że przyszłoroczna inflacja w Europie pozostanie podwyższona i wyniesie 2,3% (wcześniej zakładaliśmy 1,8%) i będzie wyższa od 2% celu. Z kolei w USA inflacja może odnotować większy spadek do około 2,1% w 2027 roku.
- Jednocześnie w strefie euro dostrzegamy rosnące ryzyka dla wzrostu gospodarczego, który może wynieść w 2026 roku około 0,7% (wobec wcześniejszej prognozy 1,2%), podczas gdy w USA rewizja prognoz była jak dotąd niewielka (z 2,3% do 2,2%).
- Nasz podstawowy scenariusz zakłada, że EBC zdecyduje się na podwyżkę stóp już w czerwcu, a do końca roku EBC podwyższy stopę depozytową z 2% do 2,5%. W przypadku USA wciąż widzimy pole do obniżek stóp procentowych, ponieważ zakładamy, że Fed będzie przywiązywał większą uwagę do osłabienia rynku pracy oraz normalizacji inflacji bazowej niż do wzrostu inflacji CPI. Jednocześnie wyceny rynkowe wskazują ryzyko podwyżki stóp procentowych na początku 2027 roku.



Aktywność ekonomiczna

Kwietniowa korekta

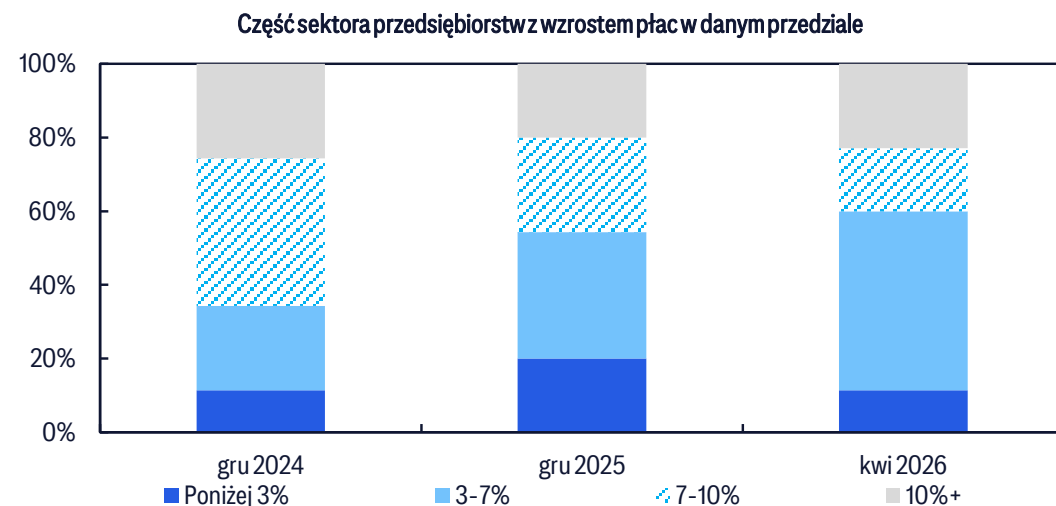
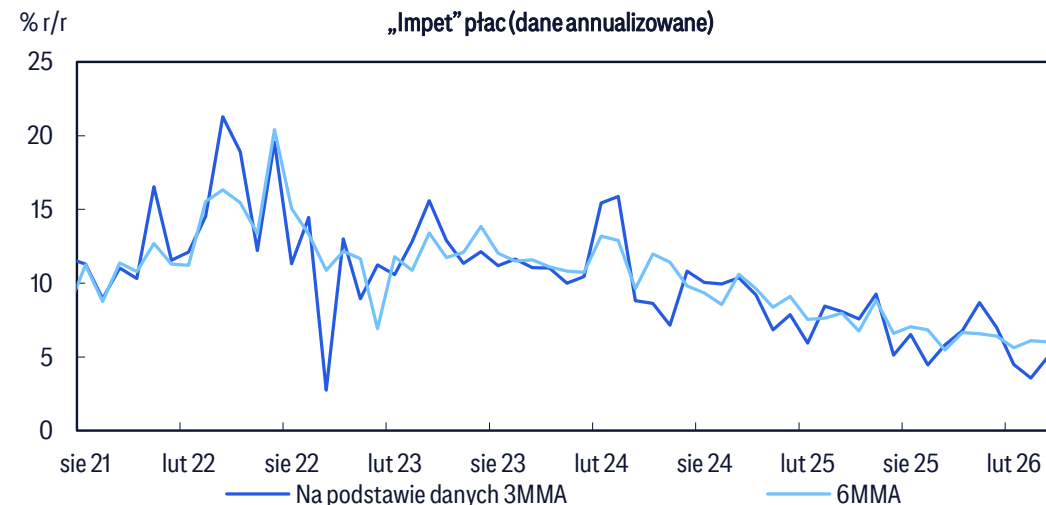
- Według wstępnego szacunku GUS, wzrost PKB w I kwartale wyniósł 3,4% r/r, plasując się poniżej konsensusu rynkowego na poziomie 3,7% r/r. Choć dokładna struktura wzrostu nie jest jeszcze znana, można przypuszczać, że aktywność gospodarcza była w dużej mierze ograniczana przez silne mrozy na początku roku.
- Dane miesięczne wskazują również na słabsze wyniki gospodarcze na początku II kwartału. W kwietniu produkcja przemysłowa wzrosła o 3,1% r/r wobec 7,5% r/r miesiąc wcześniej. Odczyt okazał się niższy od konsensusu rynkowego (4,1% r/r), ale bliski naszej prognozy (3,0% r/r). W ujęciu miesięcznym i po odsezonowaniu, produkcja obniżyła się o 2,6%. Obniżenie dynamiki względem marca interpretujemy głównie jako korektę po wcześniejszym odbudowywaniu zapasów, a nie wyraźne pogorszenie koniunktury.
- Korekta po silnym marcu miała miejsce również w przypadku sprzedaży detalicznej, której dynamika wyhamowała w kwietniu z 8,7% r/r do 1,3% r/r. Mimo że obniżająca się dynamika płac realnych ogranicza siłę nabywczą konsumentów, uważamy, że do słabszego wyniku przyczyniły się głównie czynniki przejściowe, związane m.in. z silną bazą z ubiegłego roku, jak i ułożeniem świąt na początku miesiąca.
- W naszej ocenie, słabszy odczyt PKB w umiarkowanym stopniu wpłynie na tegoroczną ścieżkę wzrostu, co może ograniczyć jej prognozowaną dynamikę o około 0,2-0,3 pkt proc. Ostateczna skala tego wpływu będzie jednak zależać od dalszego przebiegu konfliktu na Bliskim Wschodzie.



Rynek pracy

Umiarkowane wzrosty płac

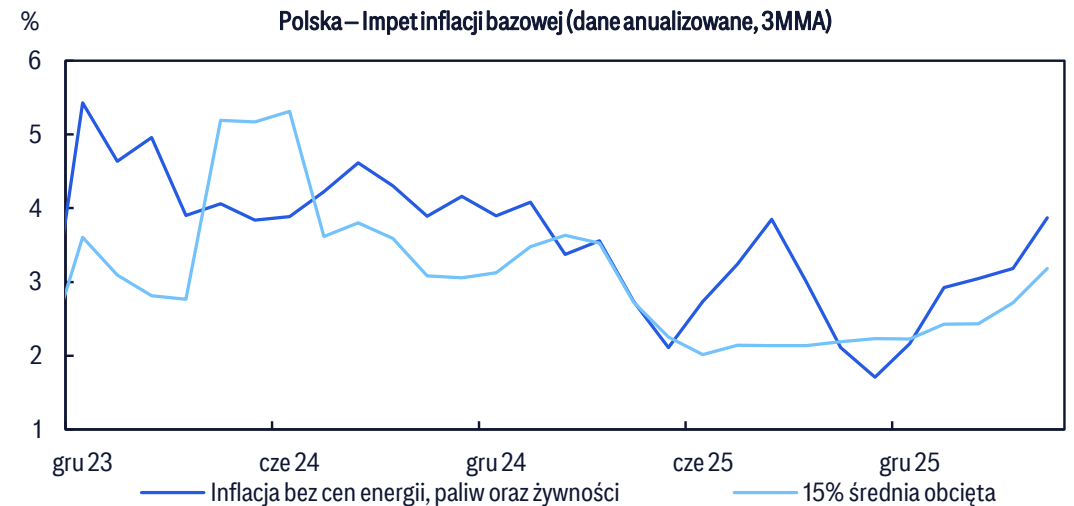
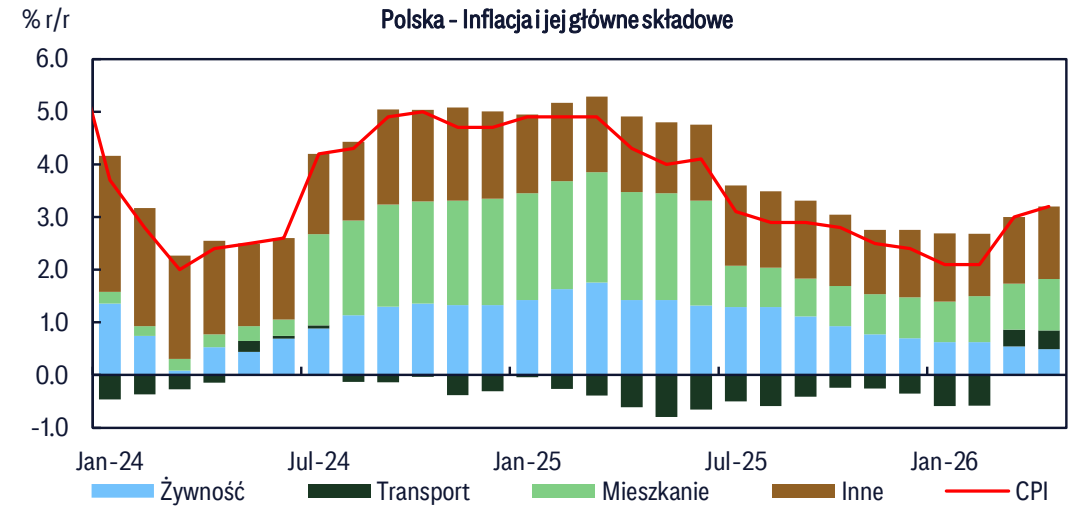
- Informacje napływające z rynku pracy sugerują dalszą normalizację żądań płacowych. W kwietniu przeciętne wynagrodzenie w przedsiębiorstwach wzrosło o 5,4% r/r, osiągając najniższy poziom od początku 2021 roku. Zmiany z miesiąca na miesiąc pokazują, że jeżeli obecne tempo podwyżek miało utrzymać się przez rok, tempo wzrostu płac ustabilizowałoby się w okolicach 5%, a więc na poziomie uznawanym za „naturalny” dla polskiej gospodarki.
- Do takich wniosków skłania również analiza zmian żądań płacowych w poszczególnych branżach. Według naszych wyliczeń odsetek branż, w których podwyżki są wyjątkowo wysokie (wynoszą 7% lub więcej) spadł w ostatnich trzech miesiącach do 40%, wobec 66% w połowie minionego roku. Otwarta pozostaje kwestia jak obecne wzrosty inflacji przełożą się na przyszłe żądania płacowe. Spodziewamy się jednak, że nawet jeżeli nominalne tempo wzrostu płac przyspieszy, zmiana ta będzie mniejsza niż wzrost inflacji. Innymi słowy pracownicy mogą nie być w stanie utrzymać realnej dynamiki płac na dotychczasowym poziomie.
- Spodziewane spowolnienie wzrostu gospodarczego w 2027 roku, a także zmiany na rynku pracy, w tym rozpowszechnienie zaawansowanych technologii, może w kolejnych kwartałach/latach zmniejszać popyt na pracę lub przynajmniej wyraźnie zmienić jego strukturę. W rezultacie pozycja przetargowa pracowników i ich zdolność do uzyskiwania znacznych podwyżek może być mniejsza niż w poprzednich latach.



Inflacja

Już wkrótce powyżej celu

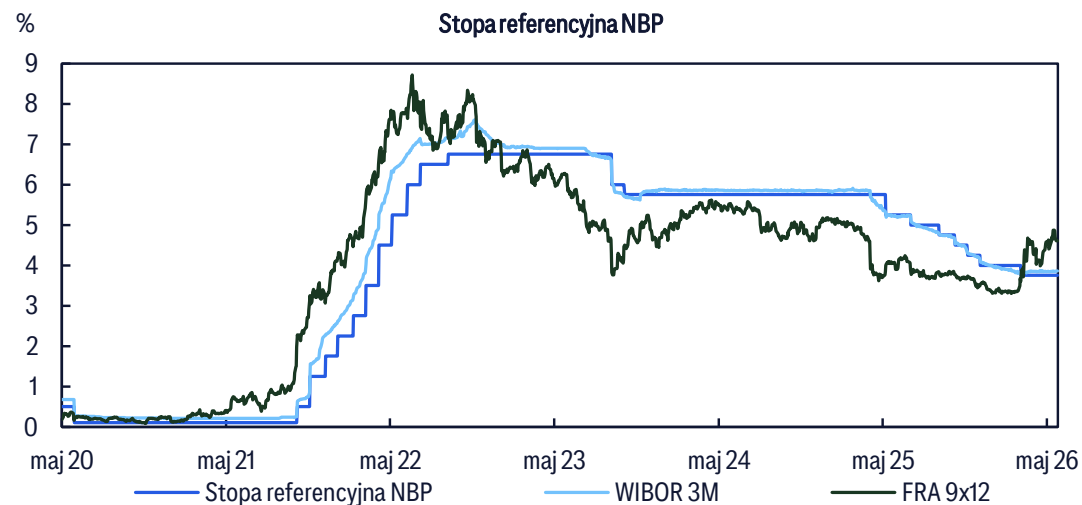
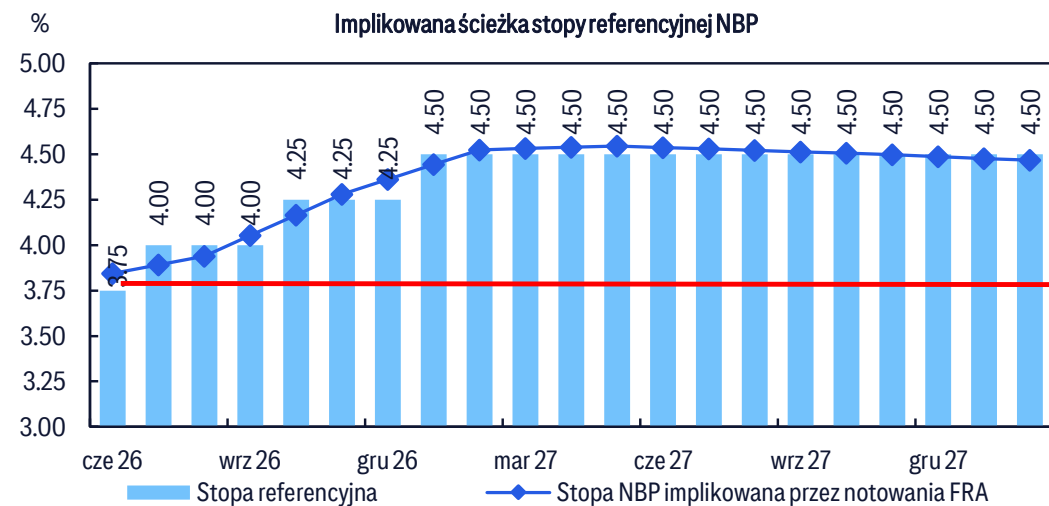
- W kwietniu inflacja osiągnęła poziom 3,2% r/r i była nieco wyższa niż 3% odnotowane w marcu. Tym razem wzrost CPI nie wynikał już z cen paliw i energii, lecz dotyczył większej liczby kategorii produktów i usług. Wskazują na to między innymi zmiany inflacji bazowej – w kwietniu wszystkie miary bazowe nabrały impetu (wykres obok, poniżej) i był to czwarty miesiąc z rzędu z pogarszającymi się wskaźnikami.
- Spodziewamy się, że trend wzrostowy CPI będzie kontynuowany w kolejnych miesiącach. Najprawdopodobniej już w maju tempo wzrostu cen przekroczy górną granicę przedziału dopuszczalnych wahań wokół celu banku centralnego (2,5% +/-1 pkt. proc.). Jeżeli nie dojdzie wkrótce do szybkiego i istotnego spadku cen paliw, poziom 4% może zostać przełamany jeszcze w tym roku. Co prawda wzrost ten ma szansę okazać się krótkotrwały, jednak na razie trendy inflacyjne budzą uzasadnione obawy.
- Im dłużej Cieśnina Ormuz pozostaje zamknięta, tym bardziej rośnie ryzyko poważniejszych konsekwencji w postaci wzrostu inflacji. Z jednej strony sytuacja na Bliskim Wschodzie może przyczyniać się do wzrostu cen plastiku, a przez to również cen opakowań, przekładając się na niektóre inne kategorie koszyka CPI. Droższe nawozy sztuczne z pewnym opóźnieniem mogą przyczynić się do wzrostu cen żywności. Dodatkowo, niepewność geopolityczna i drogie paliwa lotnicze będą zachęcać konsumentów do spędzania wakacji w kraju, podbijając ceny usług turystycznych. W sumie oznacza to, że najbliższe 6-12 miesięcy będzie okresem kiedy banki centralne będą musiały z uwagą obserwować napływające dane o cenach i inflacji.



Polityka pieniężna

RPP w trybie wait-and-see, bilans ryzyk rośnie

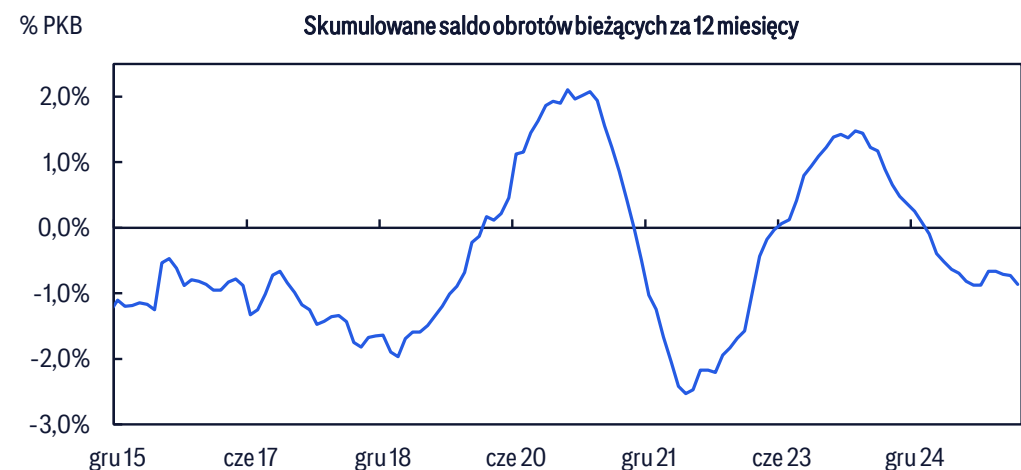
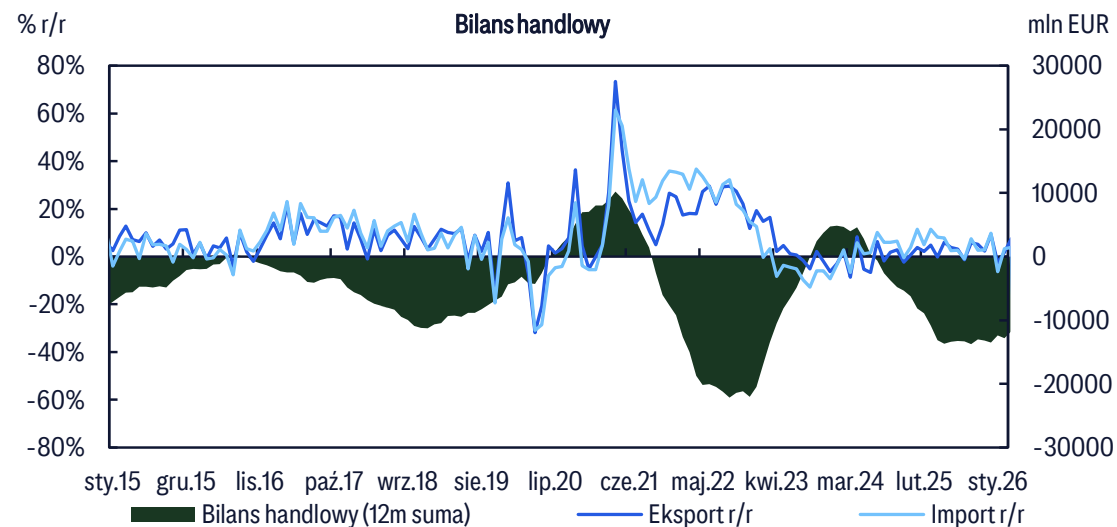
- Majowa decyzja o utrzymaniu stopy referencyjnej na poziomie 3,75% była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi i nie stanowiła większego zaskoczenia. Ton ostatnich wypowiedzi przedstawicieli RPP wskazuje, że Rada Polityki Pieniężnej pozostaje w trybie wyczekiwania, licząc na więcej informacji na temat stanu gospodarki.
- Okres najbliższych tygodni może być obciążony podwyższoną zmiennością, a cierpliwość Rady może zostać wystawiona na próbę. Przedłużająca się Blokada Cieśniny Ormuz każdego dnia przesuwając bilans ryzyk w stronę bardziej jastrzębiego scenariusza. Spodziewamy się, że już w maju inflacja mogła ukształtować się powyżej górnego pasma odchyień od celu, co zgodnie z ostatnią sugestią prezesa Glapińskiego mogłoby stanowić argument za rozważeniem zacieśnienia polityki pieniężnej. Choć taki odczyt najprawdopodobniej nie wymusi natychmiastowych działań Rady, ewentualne sygnały świadczące o przenoszeniu się inflacji na inne sektory gospodarki mogłyby przesądzić o konieczności podwyżek, a lipcowa projekcja NBP stanowiłaby w tej sytuacji dogodny pretekst.
- W naszym bazowym scenariuszu wciąż zakładamy utrzymanie stóp bez zmian do końca roku. Dostrzegamy jednak ryzyko, że w przypadku przedłużenia się blokady Cieśniny Ormuz do końca czerwca, ryzyko utrwalenia się presji inflacyjnej może przemówić za podwyżkami. W takim scenariuszu skala podwyżek przez RPP mogłaby sięgnąć nawet 100 pb, w horyzoncie 6-12 miesięcy.



Bilans płatniczy

Poprawa bilansu pomimo narastających zagrożeń

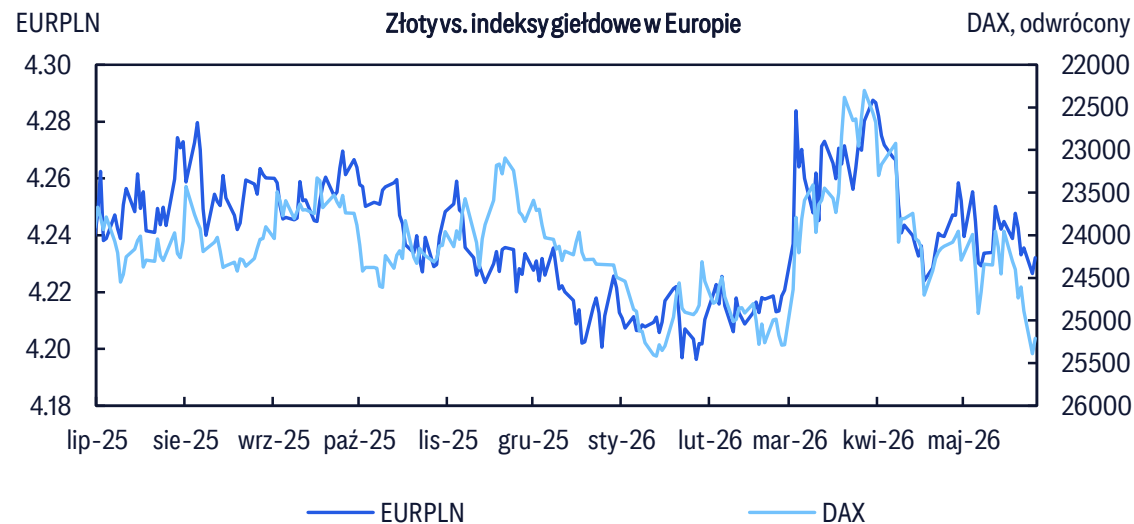
- W marcu deficyt na saldzie rachunku bieżącego zawężił się do -234 mln EUR wobec -1034 mln EUR w lutym. Odczyt okazał się pozytywnym zaskoczeniem, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (-1050 mln EUR) oraz naszej prognozy (-376 mln EUR).
- Wzrost eksportu (7,4% r/r) przewyższył wzrost importu (3,8% r/r), co pomogło w poprawie salda obrotów towarowych. Niemniej wartość importu wciąż pozostała wyższa od eksportu, w rezultacie czego saldo obrotów towarowych odnotowało deficyt w wysokości 497 mln EUR.
- Zgodnie z komentarzem NBP, poprawa salda handlowego wynikała z redukcji deficytu w towarach zaopatrzeniowych oraz wzrostu nadwyżki w handlu produktami rolnymi. Z drugiej strony, pozytywny wpływ tych czynników ograniczany był przez deficyt w kategorii paliw. Po dłuższym okresie, w którym paliwa sprzyjały bilansowi handlowemu, w marcu ich wpływ na saldo handlowe stał się negatywny, co przy utrzymujących się wysokich cenach ropy w kwietniu i maju sugeruje kontynuację trendu również w kolejnych miesiącach.
- Szacujemy, że deficyt na saldzie obrotów bieżących obniżył się do -0,8% PKB. Obserwane od roku ujemne saldo w niewielkim stopniu oddziaływało w tym czasie na kurs złotego. W najbliższych miesiącach zależność ta może okazać się jeszcze słabsza z uwagi na dominację czynników zewnętrznych, takich jak utrzymująca się niepewność geopolityczna oraz działania głównych banków centralnych.



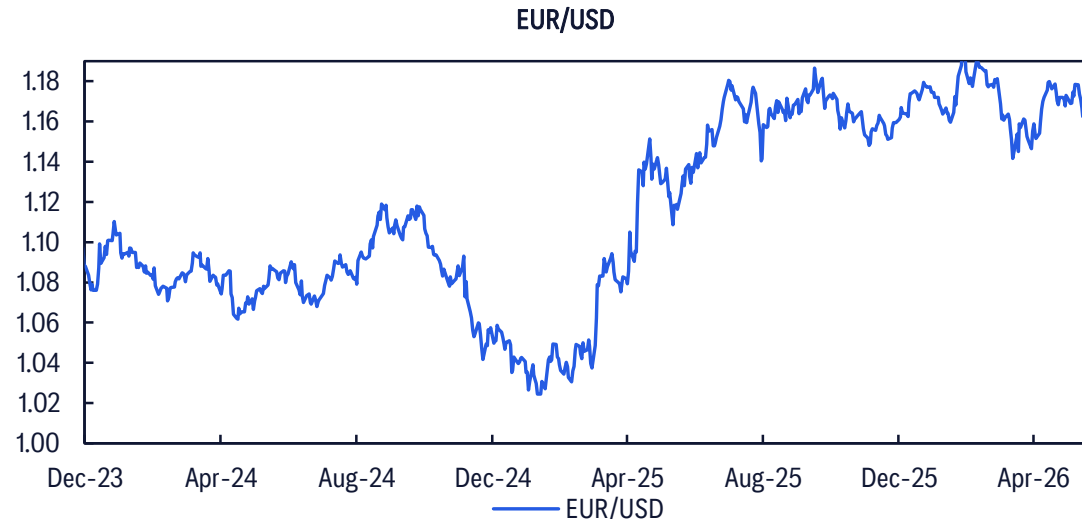
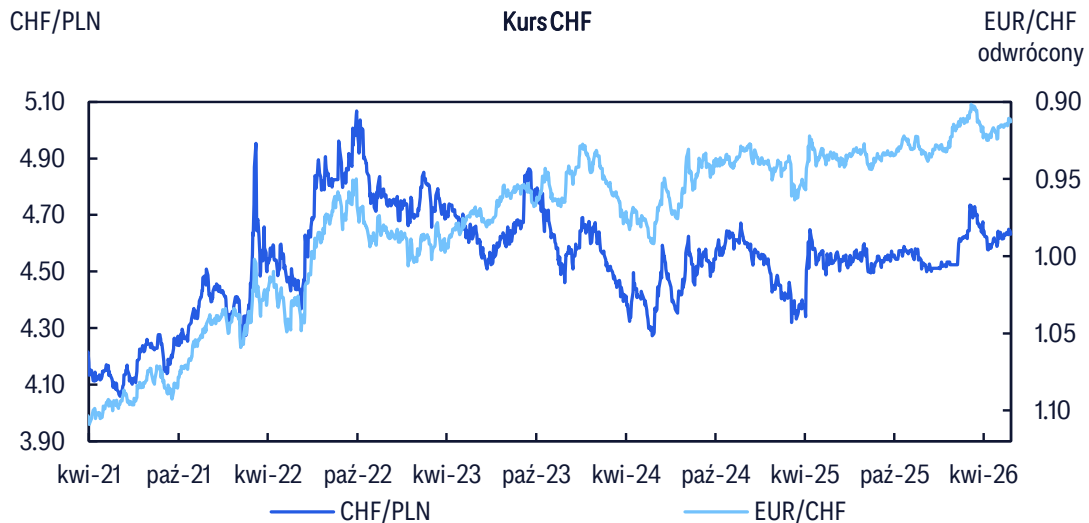
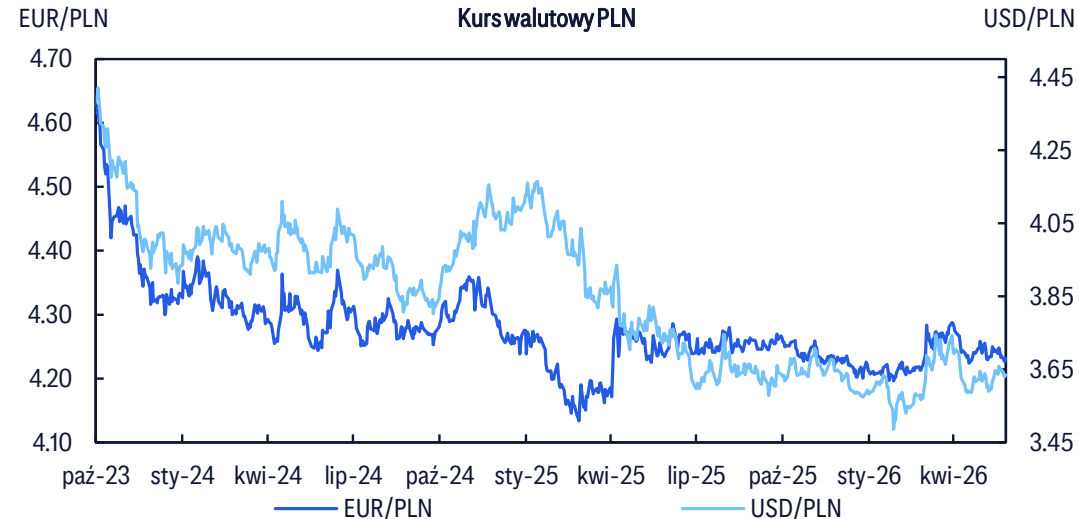
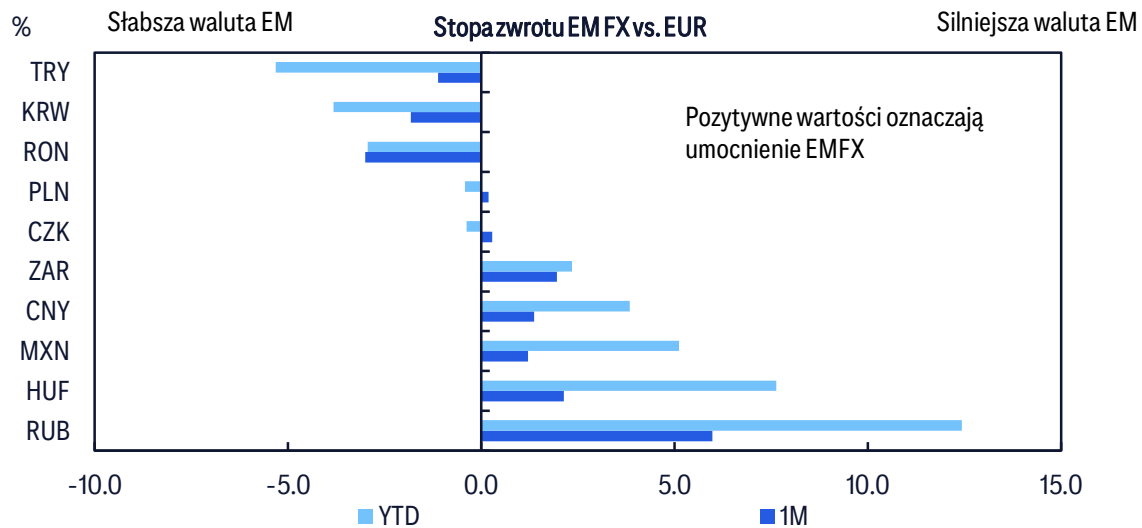
Rynek walutowy

Złoty blisko poziomów sprzed konfliktu

- W ostatnich tygodniach zmienność notowań złotego wobec walut rynków bazowych była umiarkowana. Kursy EUR/PLN oraz USD/PLN kończą miesiąc na zbliżonych poziomach, do tych, które notowane były na koniec kwietnia, wynosząc odpowiednio 4,23 oraz 3,63. Obecnie złoty w relacji do głównych par walutowych notowany jest na poziomach zbliżonych do tych sprzed wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie.
- Złoty jest niewrażliwy na zawirowania na rynku długu, gdzie pomimo silnego (krótkotrwałego) wzrostu rentowności obligacji skarbowych, notowania krajowej waluty nie odzwierciedlały podwyższonej premii za ryzyko. Zmiany kursu EUR/PLN w ostatnim czasie odzwierciedlają nastawienie inwestorów na europejskim rynku akcji, gdzie obserwujemy wzrost ujemnej korelacji z indeksem giełdowym DAX (wykres z prawej). Nadzieje na otwarcie przepływu surowców energetycznych przez cieśninę Ormuz poprawiały w ostatnim czasie nastroje inwestycyjne i wspierały wyceny aktywów bardziej ryzykownych.
- Naszym zdaniem kurs złotego w relacji do euro będzie pozostawał relatywnie stabilny i w perspektywie do końca roku oczekujemy, że będzie oscylował blisko poziomu 4,25. Źródłem niepewności, oprócz sytuacji geopolitycznej, jest kurs polityki pieniężnej w kraju. RPP na razie nie spieszy się do podwyżek stóp procentowych, jednak w przypadku utrzymania się ryzyka inflacyjnego, taki scenariusz nie może zostać wykluczony. Zakładamy, że wyższe stopy procentowe niekoniecznie prowadziłyby do wzmocnienia krajowej waluty, gdyż widzimy ryzyka dla niższego wzrostu gospodarczego, co jednocześnie odbijałoby się negatywnie na perspektywie dla finansów publicznych.



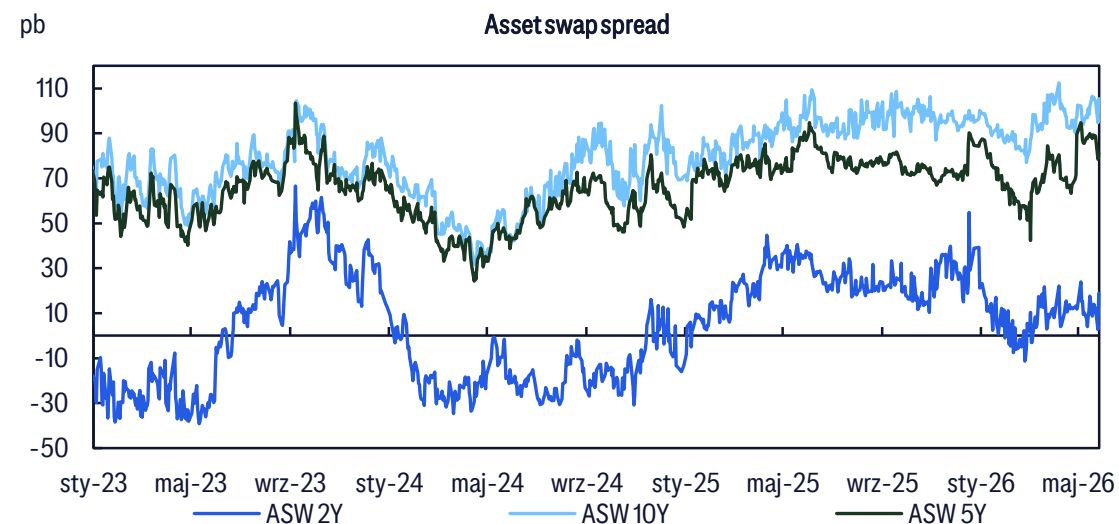
Rynek walutowy



Rynek długu

Wciąż wysoka zmienność na rynku obligacji

- O ile rentowności polskich obligacji na koniec maja nie odbiegają istotnie od poziomów obserwowanych na koniec ubiegłego miesiąca, to w trakcie tego okresu obserwowane były znaczące ruchy na krzywej dochodowości. Rentowność papierów 10-letnich przebijała w pewnym momencie 6%, a papiery 5-letnie i 2-letnie notowane były w pobliżu poziomów 4,75% oraz 5,65%.
- Na wyceny na rynku dłużnym w dużym stopniu wpływają zmieniające się oczekiwania na zmiany stóp procentowych. Obecnie w perspektywie 12-miesięcy rynek FRA „wycenia” wzrost stopy referencyjnej o około 75pb, jednak jeszcze kilka dni temu notowania kontraktów FRA znajdowały się około 35pb wyżej. Odzwierciedla to dużą niepewność związaną z odpowiedzią RPP na ryzyka inflacyjne.
- Podwyższona pozostaje premia za ryzyko na notowaniach polskich obligacji skarbowych. O około 10pb wzrósł spread obligacji 10-letnich nad niemieckim odpowiednikiem. Z kolei spread ASW (obligacji nad kontraktami swap w PLN) w sektorze 10-letnim pozostaje podwyższony i oscyluje w granicach 100pb.
- Nasz bazowy scenariusz zakłada, że rynkowa wycena podwyżek stóp procentowych w Polsce nie zmaterializuje się (a przynajmniej nie tak szybko jak zakłada to rynek), co będzie prowadziło do spadku rentowności obligacji skarbowych, w stronę 4,35% dla papierów 2-letnich, 4,95% dla 5-letnich oraz 5,40% dla 10-letnich, w perspektywie najbliższych 6-miesięcy.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2025								2026					
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	
Strefa Realna														
Produkcja przemysłowa (% r/r)	1,3	4,0	-0,4	3,0	0,7	7,6	3,2	-1,1	7,3	-1,5	1,3	7,5	3,1	
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-3,1	-1,9	-1,3	0,4	-7,1	16,3	5,3	-9,4	-0,2	-6,1	2,6	15,2	-7,1	
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	1,8	4,3	0,1	3,5	1,1	8,4	3,3	-1,3	8,0	-3,2	-0,1	7,1	1,9	
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-4,2	-2,9	2,1	0,7	-7,0	0,2	4,2	0,1	4,5	-12,9	-13,7	0,6	4,5	
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	7,6	4,4	2,2	4,8	3,1	6,4	5,4	3,1	5,3	4,4	5,0	8,7	1,3	
Stopa bezrobocia (%)	5,2	5,1	5,1	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1	6,1	6,0	
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	
Ceny														
Inflacja (% r/r)	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	2,1	2,1	3,0	3,2	
Inflacja (% m/m)	0,4	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,7	0,3	1,1	0,6	
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,0	1,2	1,9	
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0,3	-0,3	0,5	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	0,1	-0,4	-0,3	0,4	3,0	0,5	
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	9,3	8,4	9,0	7,6	7,1	7,5	6,6	7,1	8,6	6,1	6,1	6,6	5,4	
Przepływy zagraniczne														
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-252	-1168	-445	-1780	-2593	-797	2103	-250	-1975	1053	-1034	-234	-	
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1529	-1637	-133	-1063	-2155	-1025	434	-1097	-2306	254	-1043	-497	-	
Eksport f.o.b. (mln EUR)	28710	28685	28501	28434	25031	30105	32313	29780	27272	27752	28771	32436	-	
Eksport (% r/r)	-0,2	6,0	3,7	3,2	-1,3	5,9	5,2	2,4	9,4	-2,6	1,9	7,4	-	
Import f.o.b. (mln EUR)	30239	30322	28634	29497	27186	31130	31879	30877	29578	27498	29814	32933	-	
Import (% r/r)	8,1	7,9	2,4	2,7	-1,0	7,4	2,7	2,9	9,8	-6,3	3,4	3,8	-	

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2025						2026							
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	
Strefa monetarna														
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	10,4	10,3	10,5	10,8	11,1	11,1	10,6	10,6	10,4	10,0	10,6	11,5	11,3	
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9,8	10,1	9,3	9,5	9,7	9,2	8,3	8,1	8,4	8,2	8,4	9,3	9,2	
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7,2	5,9	11,9	12,1	11,8	12,2	11,6	11,4	14,4	12,0	14,1	14,1	14,4	
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	3,0	3,1	2,6	2,8	2,7	3,1	3,3	3,6	4,1	4,5	4,8	5,3	5,3	
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	4,2	5,6	7,7	8,8	9,1	8,6	9,2	10,8	9,0	10,4	11,5	12,0	11,5	
Rynki finansowe														
Stopa referencyjna (koniec mies.)	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	
WIBOR 3M (średnio)	5,48	5,16	5,12	4,92	4,78	4,65	4,46	4,18	3,96	3,83	3,76	3,72	3,75	
WIBOR 3M (koniec okresu)	5,31	5,12	5,13	4,83	4,72	4,62	4,36	4,12	3,89	3,80	3,70	3,75	3,74	
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4,38	4,63	4,76	4,47	4,36	4,31	4,08	3,82	3,66	3,53	3,50	4,22	4,22	
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4,38	4,72	4,56	4,26	4,24	4,31	4,13	3,87	3,99	3,63	3,47	4,66	4,47	
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	4,70	5,07	4,91	4,75	4,74	4,82	4,67	4,54	4,52	4,30	4,26	5,39	5,09	
EUR/PLN (koniec okresu)	4,28	4,25	4,24	4,27	4,27	4,27	4,25	4,24	4,23	4,21	4,22	4,29	4,26	
USD/PLN (koniec okresu)	3,76	3,75	3,62	3,73	3,66	3,63	3,68	3,66	3,60	3,54	3,58	3,74	3,65	
EUR/USD (koniec okresu)	1,14	1,13	1,17	1,14	1,17	1,17	1,16	1,16	1,18	1,19	1,18	1,15	1,17	
Wskaźniki fiskalne														
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	91,4	108,3	119,7	156,7	172,0	201,4	227,1	244,9	275,6	3,7	48,5	69,5	89,3	
Def. budżetowy skum. (% planu)*	32%	38%	41%	54%	60%	70%	79%	85%	95%	1%	17%	24%	31%	

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1132	1179
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4174	4426
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	30259	31510
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
Aktywność ekonomiczna								
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
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	8,6	16,6	6,2	4,7	2,4	4,3	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	3,4	5,1	14,3	11,5	3,6	3,6	3,3	3,4
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	5,84	3,99	3,94	3,94
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	1,25	3,71	6,88	5,25	5,89	5,18	5,40	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,77	4,04	4,39	3,94	4,13	3,60	3,72	3,77
USD/PLN (Średnia)	3,89	3,86	4,45	4,20	3,98	3,75	3,69	3,75
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,61	4,60	4,69	4,35	4,27	4,23	4,25	4,27
EUR/PLN (Średnia)	4,44	4,57	4,69	4,54	4,31	4,24	4,26	4,26

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2026P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14,4	-9,2	-15,7	12,5	2,8	-8,9	-17,3	-22,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2,4	-1,3	-2,2	1,5	0,3	-0,9	-1,5	-1,9
Saldo handlu zagranicznego	7,9	-9,1	-23,2	5,1	-6,7	-15,2	-24,8	-28,9
Eksport	251,3	311,7	341,9	363,0	360,6	390,9	423,0	433,6
Import	243,4	320,7	365,1	357,8	367,3	406,1	447,8	462,6
Saldo usług	26,0	31,2	37,9	42,7	43,4	44,5	45,9	46,5
Saldo dochodów pierwotnych	-22,4	-30,3	-27,4	-33,0	-30,8	-37,6	-39,6	-39,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-6,9	-1,7	-3,4	-5,2	-6,5	-7,3	-6,7	-6,4
Saldo pierwotne sektora	-5,6	-0,6	-1,8	-3,1	-4,3	-4,8	-3,9	-3,6
Dług publiczny (Polska metodologia)	47,6	43,2	39,0	38,9	44,1	49,1	52,4	56,0

Prognozy długoterminowe

	2022	2023	2024	2025P	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	3,3	3,4	2,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,2	1,5	0,3	-0,9	-1,5	-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	3,60	3,72	3,77	3,82
USD/PLN (Średnia)	4,45	4,20	3,98	3,75	3,69	3,75	3,80
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,69	4,35	4,27	4,23	4,25	4,27	4,28
EUR/PLN (Średnia)	4,69	4,54	4,31	4,24	4,26	4,26	4,28

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciotek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciotek@citi.com

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