



Czerwiec 2026

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciółek, CFA
Anastazja Nagórka

Citi Monthly

Geopolityczna odwilż

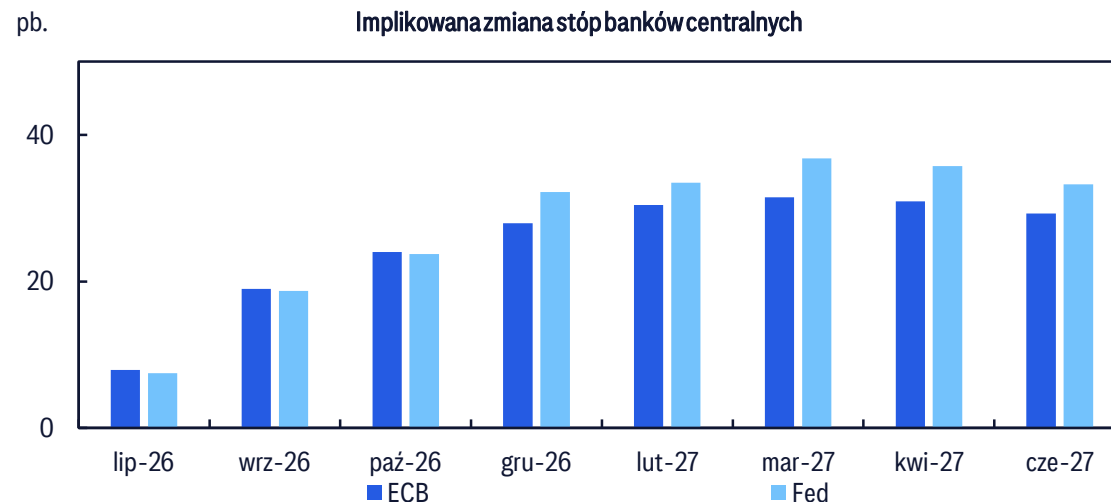
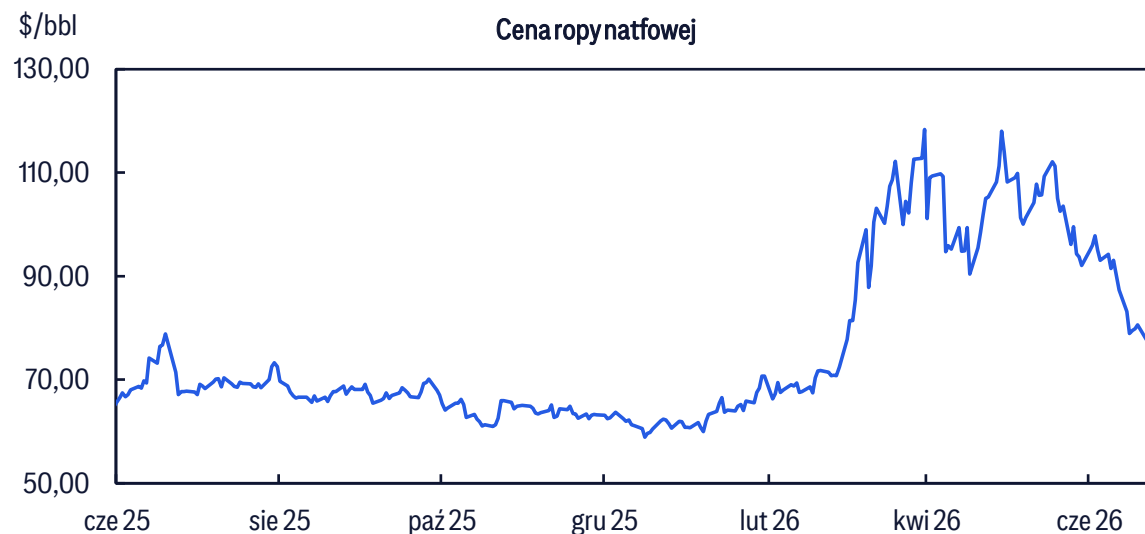
Podsumowanie

- Osłabienie napięć geopolitycznych oraz podpisanie porozumienia przez Iran i Stany Zjednoczone przyczyniły się do spadku cen ropy naftowej oraz zmniejszenia obaw o przyszłą inflację. Towarzyszył temu wyraźny spadek rentowności w regionie i wygasanie oczekiwań na podwyżki stóp.
- Miesięczne dane z polskiej gospodarki wskazują na utrzymywanie się tendencji wzrostowej w przemyśle, który korzysta między innymi na nowych zamówieniach powiązanych z programem SAFE. Spodziewamy się, że w całym roku wzrost gospodarczy w Polsce wyniesie około 3,5%.
- Majowa inflacja spadła do 3,1% między innymi dzięki niskiej dynamice cen żywności, a w czerwcu presja inflacyjna była dodatkowo ograniczana przez spadki cen paliw. Naszym zdaniem w drugiej połowie roku inflacja może ponownie wzrosnąć, ale jej ścieżka i tak prezentuje się lepiej niż można było przypuszczać trzy miesiące temu.
- W czerwcu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopę referencyjną na niezmiennym poziomie (3,75%). Naszym zdaniem poprawa perspektyw inflacyjnych oznacza, że bank centralny w najbliższym czasie nie będzie widział potrzeby podnoszenia stóp procentowych. Z drugiej strony inflacja wydaje się mimo wszystko zbyt wysoka aby mówić o łagodzeniu polityki monetarnej.
- Biorąc to pod uwagę, w naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że przynajmniej do końca roku RPP pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie.

Otoczenie zewnętrzne

Banki centralne zaostrzają kurs w polityce pieniężnej

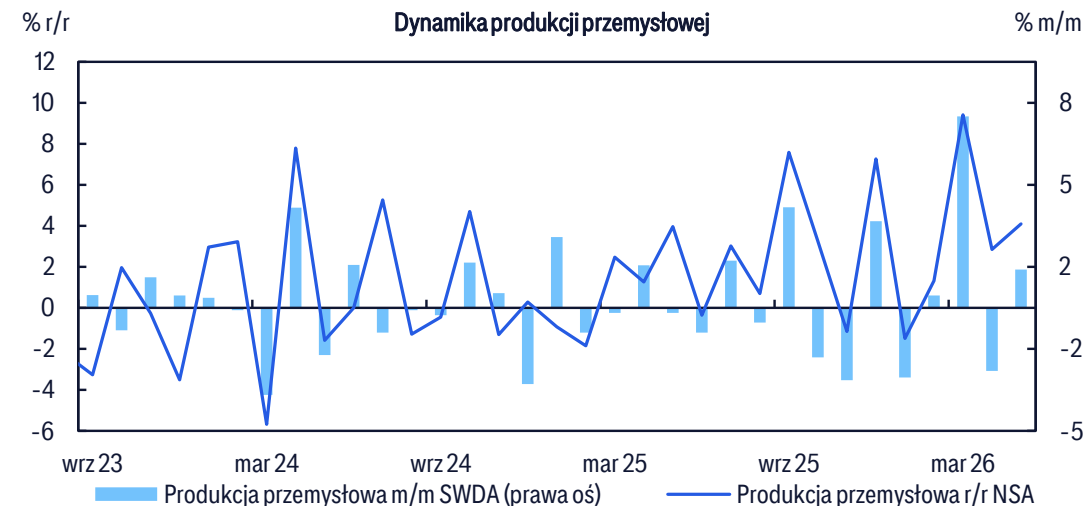
- Podpisanie memorandum pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Iranem przyniosło nadzieję na tymczasowe wygaszenie napięć geopolitycznych. Porozumienie umożliwiło wznowienie ruchu statków w Cieśninie Ormuz, co doprowadziło do spadku cen ropy o ok. 40% względem szczytów z końca kwietnia. Choć od zawarcia umowy cen ropy pozostają w trendzie spadkowym, trwający blisko 3,5 miesiąca konflikt zdążył zwiększyć globalną presję inflacyjną, wpływając na bardziej restrykcyjne nastawienie głównych banków centralnych.
- W odpowiedzi na rosnącą presję inflacyjną EBC podniósł w czerwcu stopy procentowe o 25 pb, co przełożyło się na wzrost stopy depozytowej do 2,25%. Jastrzębi wydźwięk komunikacji po posiedzeniu, sygnalizujący determinację do obniżenia inflacji, sugeruje możliwość kolejnej podwyżki nawet w lipcu. Choć scenariusz ten nie jest jeszcze w pełni wyceniany przez rynek, możliwość dalszego zacieśniania polityki pieniężnej we wrześniu została już uwzględniona w notowaniach.
- Mimo że czerwcowe posiedzenie FOMC nie przyniosło zmiany stóp procentowych, kluczowe znaczenie miał przekaz płynący z konferencji prasowej. Nowy przewodniczący Fed, K. Warsh, rozpoczął swoją kadencję od wyraźnie jastrzębiej komunikacji, podkreślając, że priorytetem pozostaje trwałe sprowadzenie inflacji do celu. Taki przekaz został odebrany przez rynek jako sygnał gotowości do zacieśniania polityki pieniężnej, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście oczekiwań dotyczących przyszłych podwyżek stóp.



Aktywność ekonomiczna

Wzrost wbrew wszystkiemu

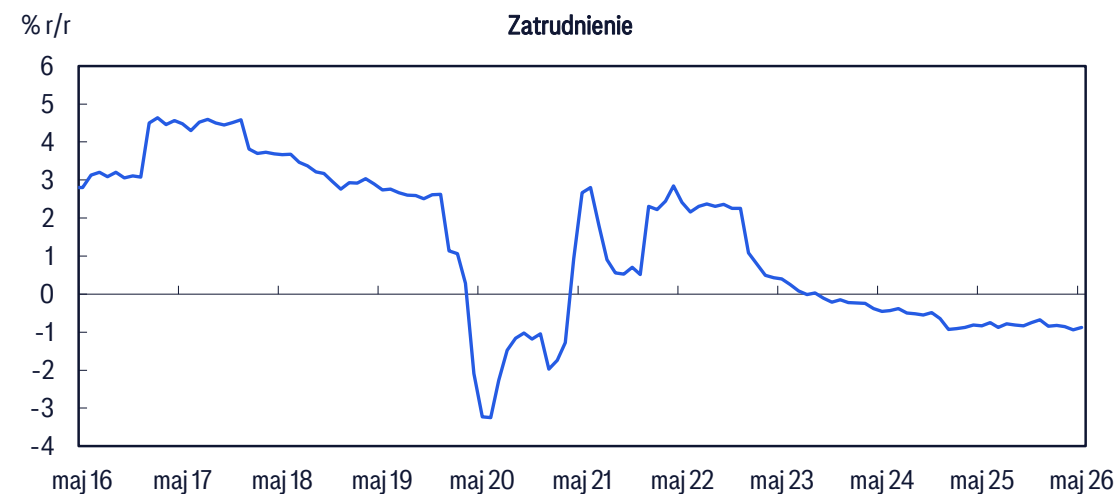
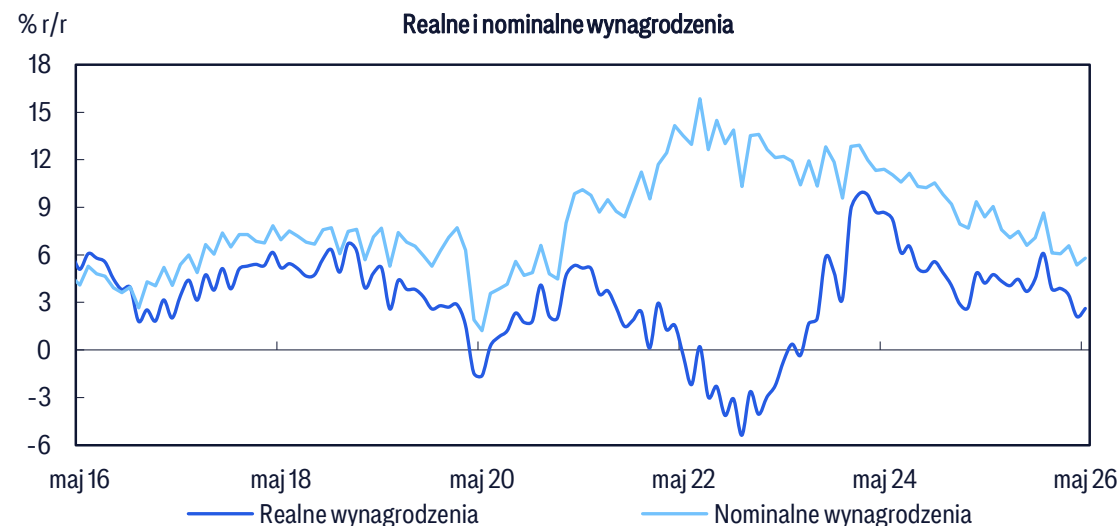
- Pomimo niestabilnej sytuacji geopolitycznej i (wtedy jeszcze) wysokich cen ropy naftowej, polski przemysł nie okazuje oznak wyraźnego spowolnienia. W maju wzrost produkcji przemysłowej – oczyszczony z wpływu różnic w liczbie dni roboczych – sięgnął 4,4% r/r, a tym samym był wyraźnie wyższy niż średnio w pierwszych czterech miesiącach roku (2,8%).
- Na uwagę zasługuje również odbicie w zamówieniach przemysłowych, które w maju wzrosły o ponad 140% r/r. Większość tego wzrostu wynikała z poprawy zamówień krajowych, podczas gdy zamówienia na eksport rosły w tempie jednocyfrowym. Naszym zdaniem efekt ten można częściowo wiązać z podpisywaniem umów na dostarczenie sprzętu w ramach SAFE. Tym samym realizuje się scenariusz, w którym napływ funduszy unijnych staje się jednym z istotnych silników napędzających polską gospodarkę.
- Z kolei w sprzedaży detalicznej widać pewne osłabienie aktywności. W samym maju sprzedaż wzrosła o 3% r/r, a więc wolniej niż 4,9% w pierwszych czterech miesiącach roku. Ponadto około 1,4 punktu procentowego rocznego wzrostu pochodziło z paliw. Ponieważ widoczny w marcu efekt zakupu paliw „na zapas” już zapewne wygaś, tak silna kontrybucja paliw może sugerować, że sprzedaż w tej kategorii była napędzana przez zakupy związane z „turystyką paliwową”, a więc nie odzwierciedla siły krajowego popytu. Z drugiej strony można przypuszczać, że spadek cen ropy naftowej z czasem może przyczynić się do poprawy nastrojów konsumentów i wzmocnienia popytu.



Rynek pracy

Rynek pracy pozostaje stabilny

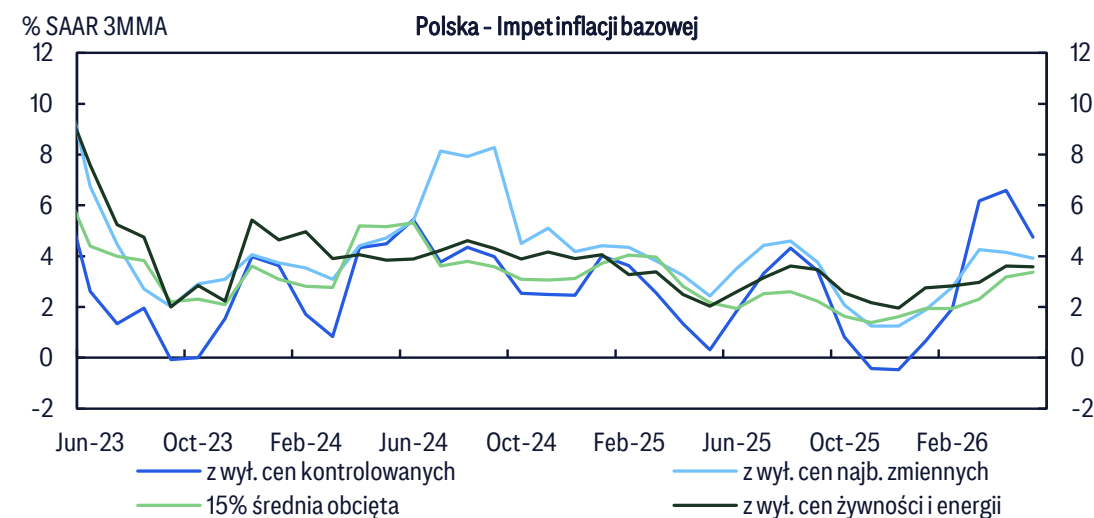
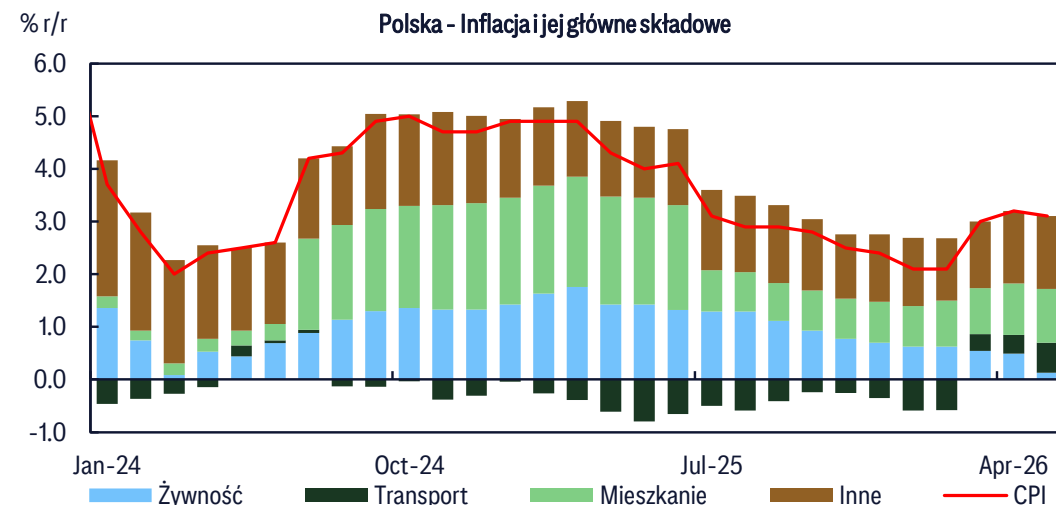
- W maju przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 5,8% r/r wobec 5,4% r/r w kwietniu. Ostatnie dane potwierdzają, że rynek pracy znajduje się w fazie normalizacji. Od początku roku dynamika płac utrzymuje się w przedziale 5–6% r/r, co wskazuje, że podwyższona presja płacowa obserwowana po pandemii w dużej mierze wygasła.
- Płace realne wzrosły o 2,6% r/r wobec 2,1% r/r miesiąc wcześniej. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach ich wzrost będzie oscylował w pobliżu 3% r/r, pozostając spójny z naszą prognozą średnioroczną.
- Podobnie jak w kwietniu, zatrudnienie obniżyło się w maju o 0,9% r/r. Choć liczba pracujących spada już od blisko trzech lat, tempo spadku od dłuższego czasu pozostaje praktycznie niezmiennie. Sugeruje to, że proces schładzania rynku pracy ma charakter stopniowy i nie ulega dalszemu pogłębieniu. Z kolei stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w maju do 5,9% z 6,0% miesiąc wcześniej. W ostatnich miesiącach wskaźnik ten pozostaje względnie niezmienny i kształtuje się zgodnie z typowymi wzorcami sezonowymi.
- Spodziewamy się, że w nadchodzących miesiącach sytuacja na rynku pracy pozostanie zasadniczo stabilna. Dotychczas nie widać, aby szok energetyczny przełożył się na wzrost żądań płacowych. Ograniczeniu presji płacowej sprzyja również słabsza niż w latach 2022–2023 pozycja negocjacyjna pracowników oraz niższa od wcześniejszych obaw presja inflacyjna związana z konfliktem na Bliskim Wschodzie.



Inflacja

Niższe paliwa pomagają

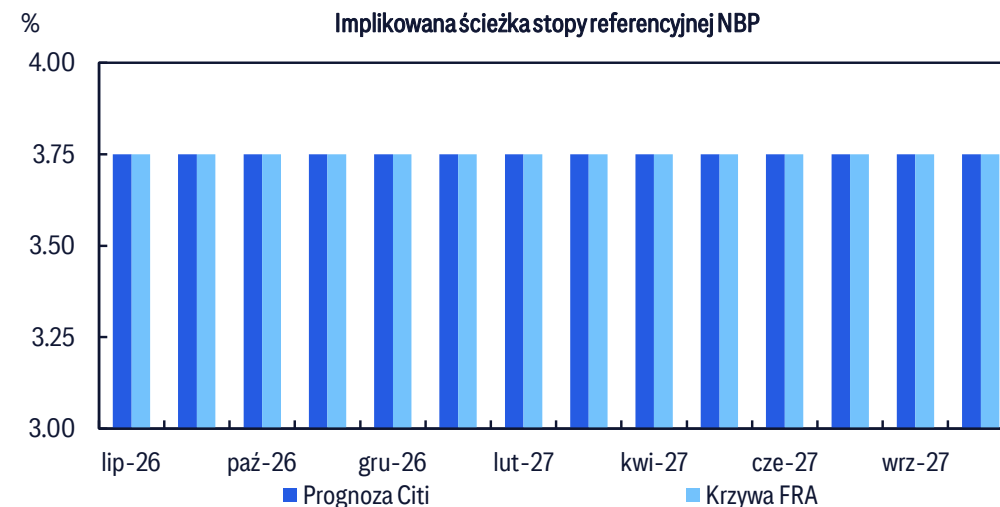
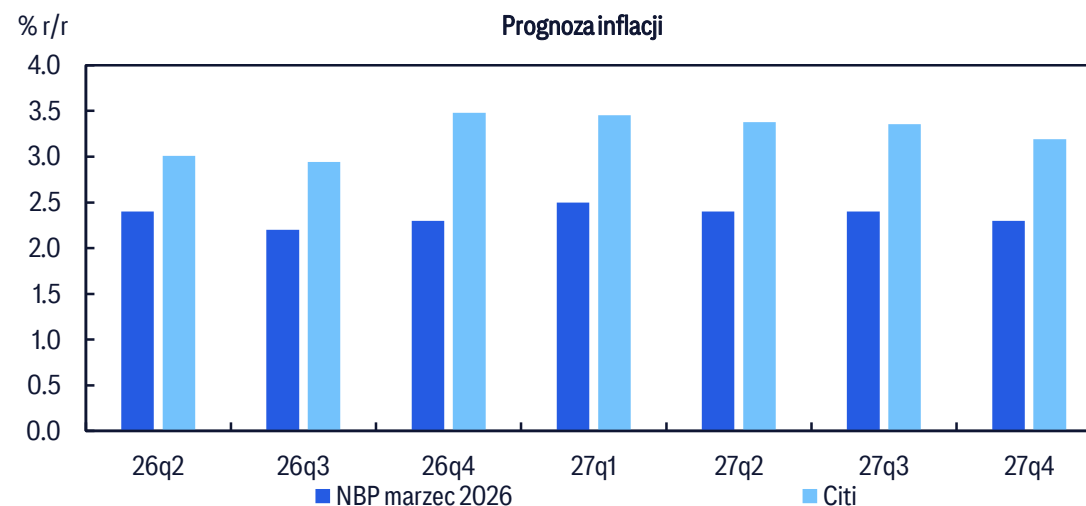
- Inflacja w maju obniżyła się do poziomu 3,1% r/r z 3,2% w kwietniu. Głównym zaskoczeniem okazał się wyraźny spadek cen żywności, który wykroczył poza wzorce sezonowe i pomógł utrzymać indeks CPI na niskim poziomie. Jednocześnie inflacja bazowa po wyeliminowaniu cen żywności, paliw oraz energii lekko wzrosła i osiągnęła 3,1%.
- Z punktu widzenia prognoz i oczekiwań inflacyjnych najważniejszym wydarzeniem ostatnich tygodni było długo wyczekiwane częściowe wygaszenie wojny w Zatoce Perskiej, które otworzyło drogę do znacznych spadków cen ropy naftowej. W rezultacie czerwiec okazał się miesiącem, kiedy na stacjach paliwowych odnotowano głębokie spadki cen benzyny i oleju napędowego, nawet pomimo rządowej decyzji o powrocie do podwyższonej stawki akcyzy na paliwa. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że czerwcowy odczyt CPI mógł być wyraźnie niższy niż w maju.
- Spadki cen ropy oraz niższe ceny żywności w dużym stopniu niwelują proinflacyjny efekt wycofywania się z programu CPN. W rezultacie nasza prognoza wciąż zakłada umiarkowany wzrost inflacji w drugiej połowie roku, przy czym indeks CPI na przełomie roku może krótkotrwale przekroczyć górną granicę przedziału celu inflacyjnego RPP. Nie można jednak wykluczyć, że część efektów wojny w Zatoce będzie się ujawniać dopiero z opóźnieniem, szczególnie w cenach produktów z plastiku oraz w cenach żywności (te ostatnie mogą być dodatkowo podbijane przez efekt El Niño).



Polityka pieniężna

RPP nie widzi powodów do zmiany stóp procentowych

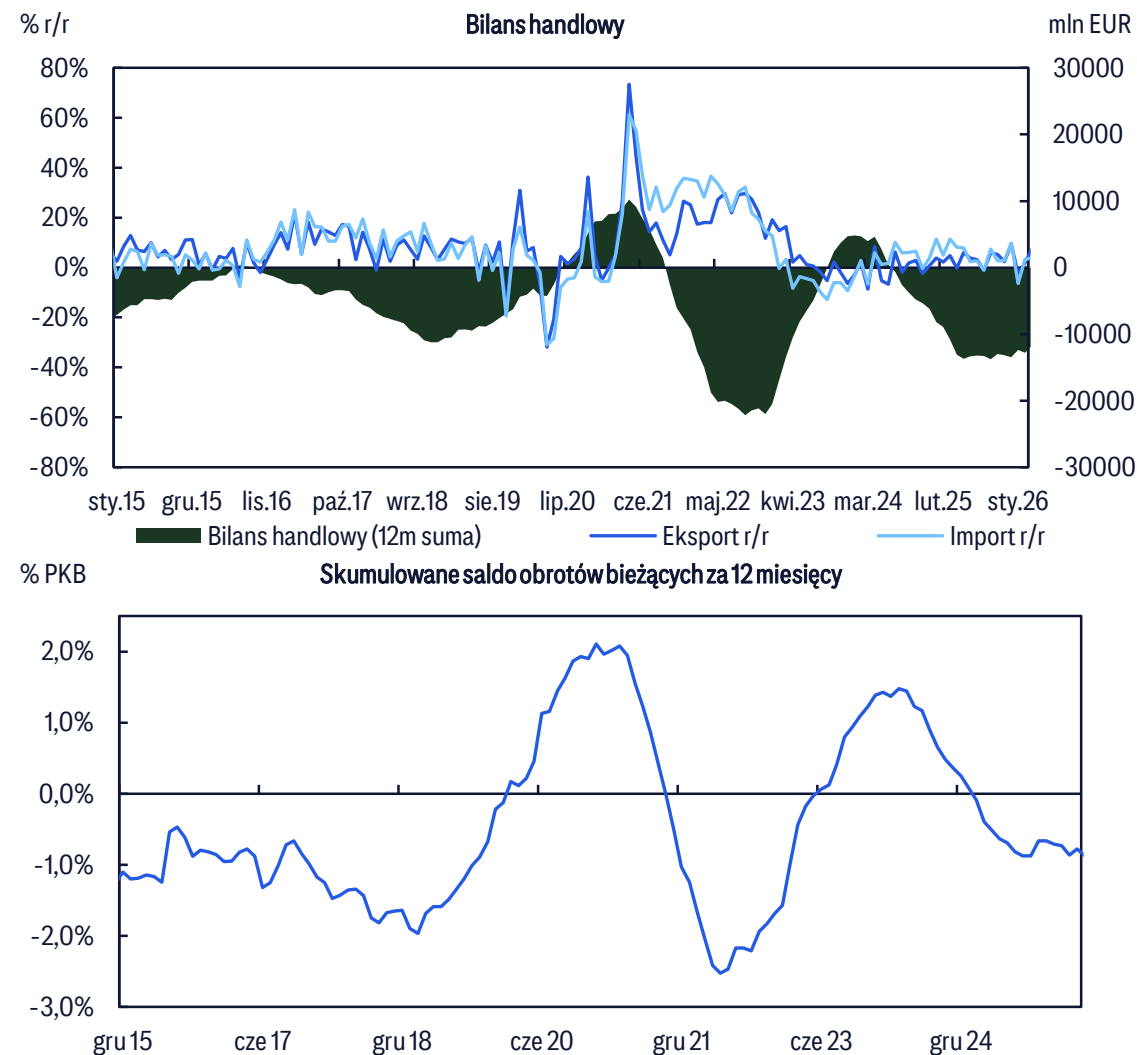
- Czerwcowe decyzje o utrzymaniu stóp procentowych na dotychczasowym poziomie była zgodna z rynkowymi oczekiwaniami. Ponadto, przekaz płynący z konferencji prasowej pokazuje, że Rada Polityki Pieniężnej nie widzi powodów do zmiany stóp procentowych w najbliższym czasie. Stopa referencyjna wynosząca 3,75% jest określana przez prezesa NBP jako „dobra”, a kolejne decyzje mają być podejmowane z posiedzenia na posiedzenie na podstawie napływających danych makroekonomicznych.
- W lipcu NBP przedstawi nowe projekcje makroekonomiczne, które prawdopodobnie będą się istotnie różniły od ścieżki zaprezentowanej w lutym tego roku. Prognozy NBP zakładały inflację na poziomie 2,3% w tym roku, a spodziewamy się, że tym razem prognoza CPI zostanie podwyższona o co najmniej 0,5pp. Również inflacja w przyszłym roku, którą analitycy banku centralnego widzieli na poziomie 2,4%, może zostać zrewidowana w górę (szacujemy, że o blisko 1 pp). Pomimo podwyższonej inflacji w najbliższym czasie, w horyzoncie polityki pieniężnej (~2 lata), inflacja powinna zmierzać w stronę 2,5% celu. Ponadto gospodarka nie wydaje się być przegrzana, a sygnały płynące z rynku pracy wskazują na stopniową normalizację sytuacji.
- W naszym bazowym scenariuszu wciąż zakładamy utrzymanie stóp bez zmian do końca roku. Niektórzy członkowie RPP sygnalizują nawet, że w przypadku uspokojenia sytuacji na Bliskim Wschodzie widzą przestrzeń do obniżek stóp procentowych. Pole do obniżek jest jednak naszym zdaniem ograniczone biorąc pod uwagę spodziewane podwyżki stóp procentowych na rynkach bazowych.



Bilans płatniczy

Rachunek bieżący na dużym minusie

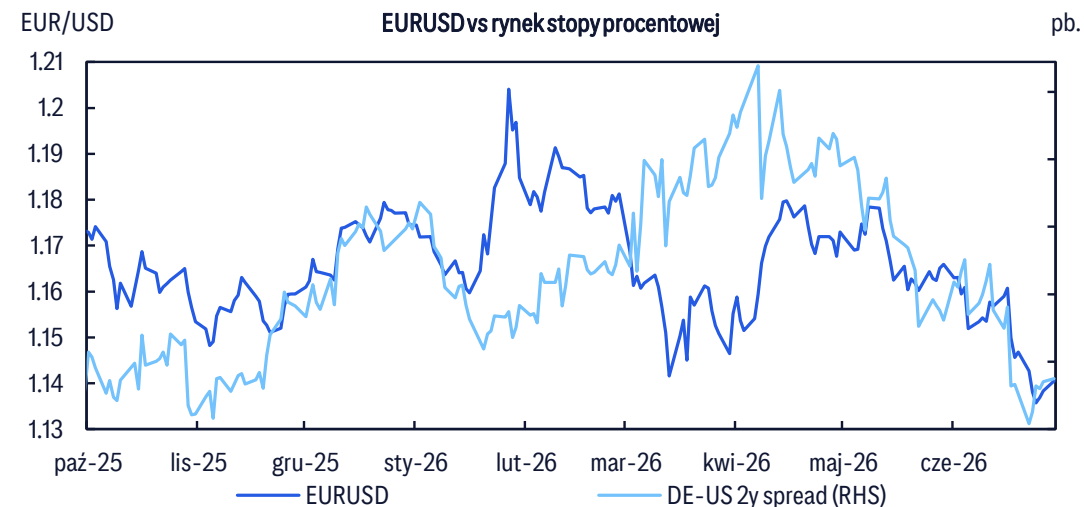
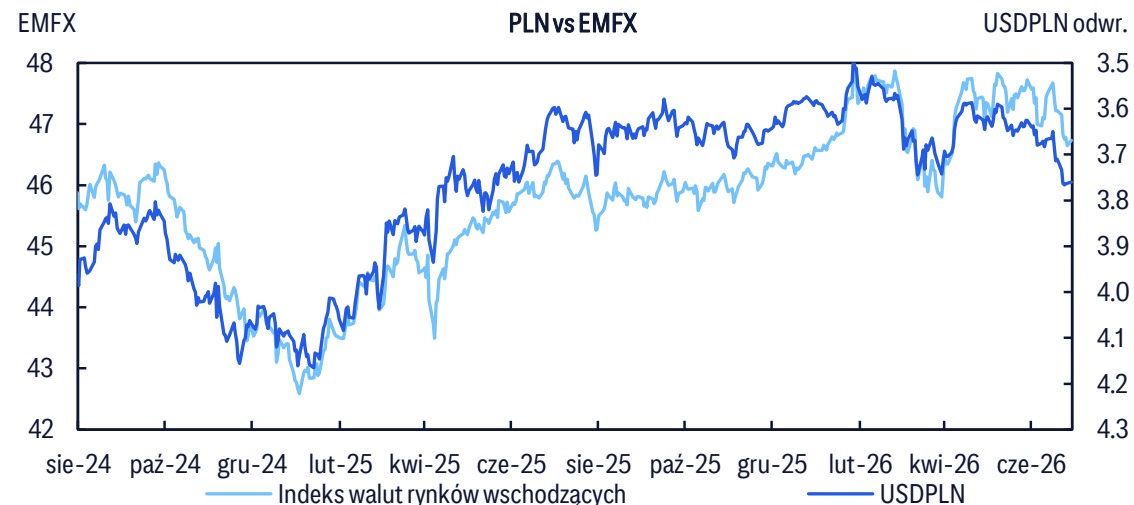
- Kwietniowe dane o rachunku bieżącym okazały się wyraźnie słabsze od oczekiwań. Deficyt rozszerzył się do -1558 mln euro wobec -234 mln euro w marcu.
- Aktywność w handlu zagranicznym pozostała relatywnie silna. Zarówno eksport, jak i import utrzymały solidne tempo wzrostu, zwiększając się odpowiednio o 6,6% r/r oraz 7,8% r/r. Wśród głównych kategorii największy wzrost eksportu odnotowano w towarach zaopatrzeniowych, natomiast po stronie importu istotnie wzrosła wartość przywozu paliw, komputerów oraz produktów immunologicznych.
- Mimo utrzymującej się solidnej dynamiki eksportu, szybszy wzrost importu w połączeniu z mniej korzystnym efektem statystycznej bazy przełożył się na pogłębienie deficytu w handlu zagranicznym, który zwiększył się do -1995 mln euro, wobec -497 mln euro miesiąc wcześniej. Był to jednocześnie główny czynnik odpowiadający za pogorszenie salda rachunku bieżącego. Ponadto, jak wskazuje NBP, do słabszego wyniku przyczyniło się również zmniejszenie nadwyżki w kategoriach trwałych dóbr konsumpcyjnych oraz środków transportu.
- Oceniamy, że pogorszenie rachunku bieżącego ma w dużej mierze charakter przejściowy. Choć presja importowa może utrzymać się również w danych za maj, stopniowe wygasanie szoku na rynku ropy w połączeniu ze stopniową poprawą eksportu powinny ograniczać skalę obserwowanej nierównowagi kolejnych miesięcy.



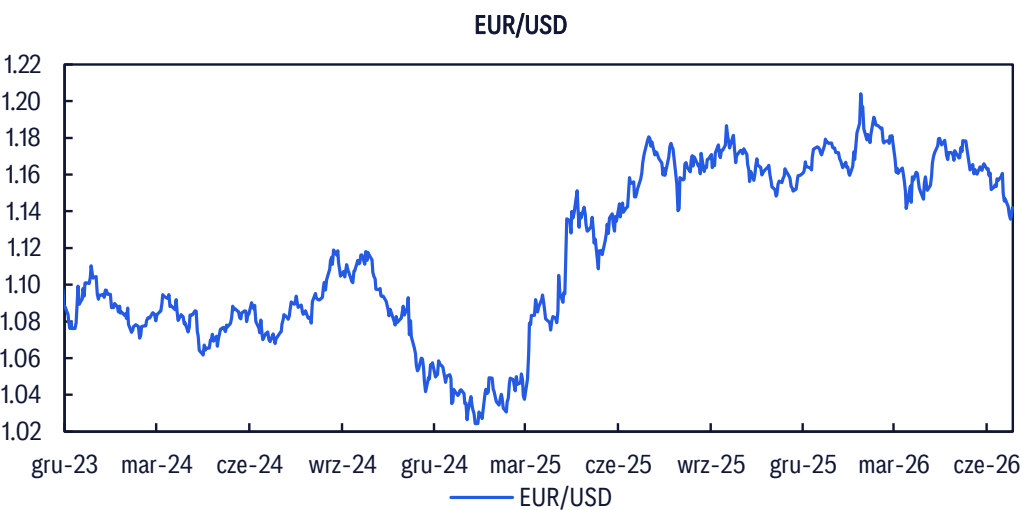
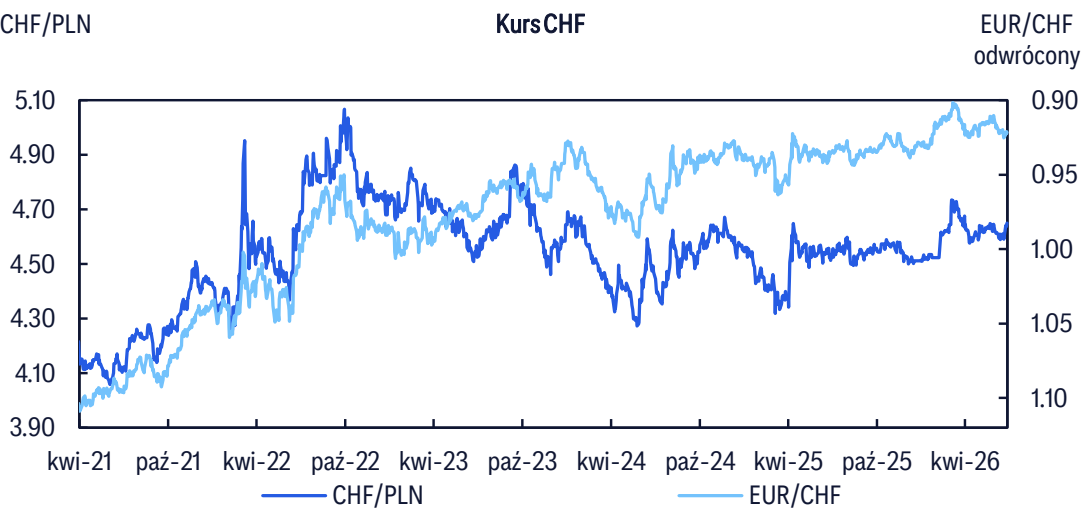
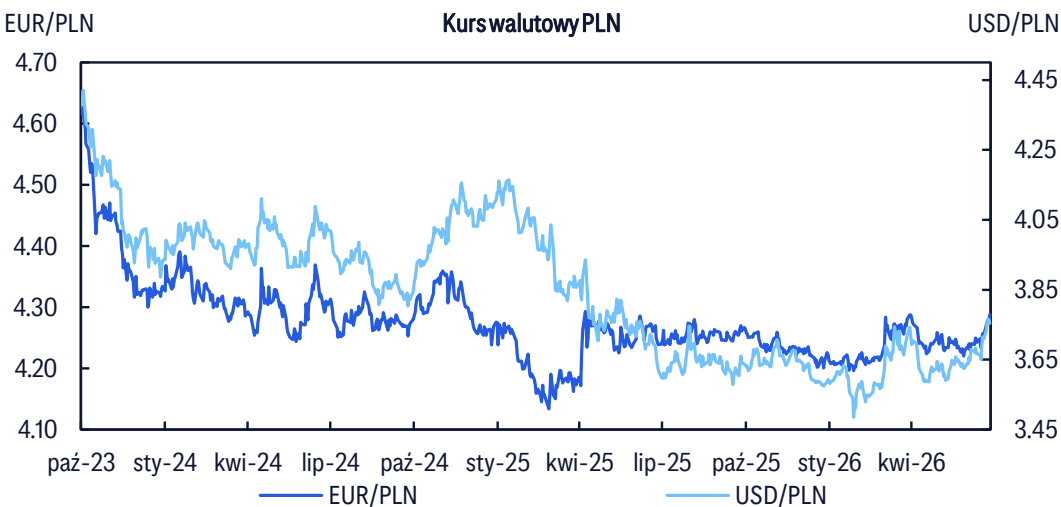
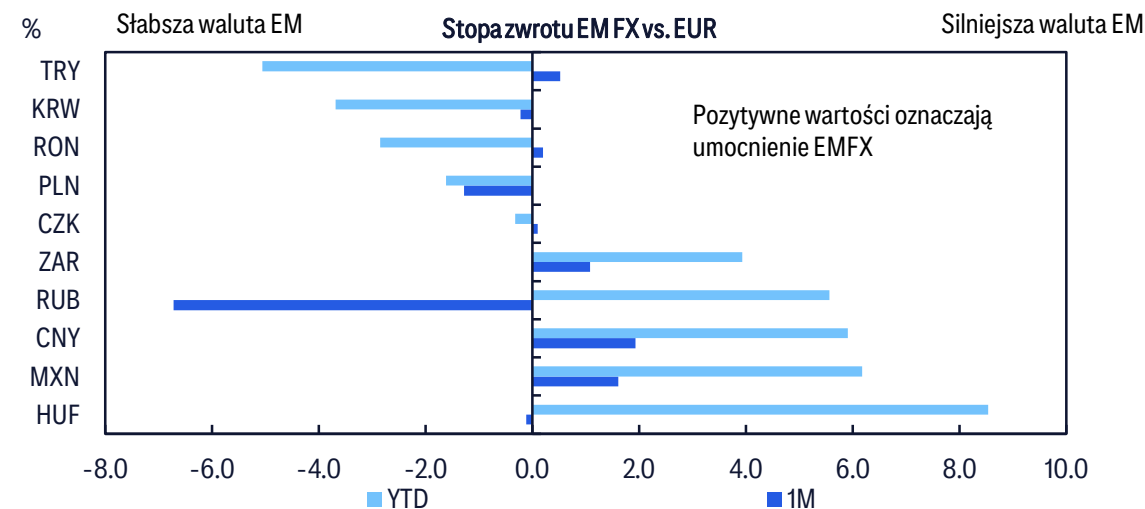
Rynek walutowy

Deprecjacja złotego w czerwcu

- Złoty w czerwcu istotnie osłabił się w relacji do walut rynków bazowych, a skala przeceny była najmocniejsza w drugiej połowie miesiąca. W szczytowym momencie, kurs EUR/PLN przekraczał poziom 4,29, a USD/PLN sięgał poziomu 3,78.
- Wśród czynników przyczyniających się do osłabienia złotego, wraz z innymi walutami rynków wschodzących, na pierwszy plan wysuwa się umocnienie amerykańskiego dolara. Kurs EUR/USD spadał poniżej poziomu 1,14 w czerwcu, gdzie na koniec maja para była notowana powyżej poziomu 1,16. Siła dolara w ostatnich dniach była napędzana przez bardziej jastrzębi od oczekiwań wydźwięk posiedzenia FOMC (pierwszego z Kevinem Warshem jako prezesem Fed) oraz relatywnie mocne dane z amerykańskiej gospodarki na tle mało zachęcających perspektyw makroekonomicznych w strefie euro.
- Zakładamy, że ostatnia wyprzedaż złotego okaże się krótkotrwała, a kurs EUR/PLN będzie zmierzał w stronę 4,25 w drugiej połowie tego roku, co wspierać będą solidne fundamenty polskiej gospodarki. Rada Polityki Pieniężnej nie jest chętna do podwyżek stóp procentowych, co również zaczyna być wycenione w krzywej FRA, gdzie zacieśnienie polityki pieniężnej jeszcze do niedawna było bazowym scenariuszem rynkowym. Duży napływ funduszy unijnych do Polski jest korzystny dla złotego, ponieważ Ministerstwo Finansów może zdecydować o zwiększeniu wymiany walut bezpośrednio na rynku, co prowadziłoby do stabilizacji kursu walutowego. Profil fiskalny wydaje się być największym obciążeniem.



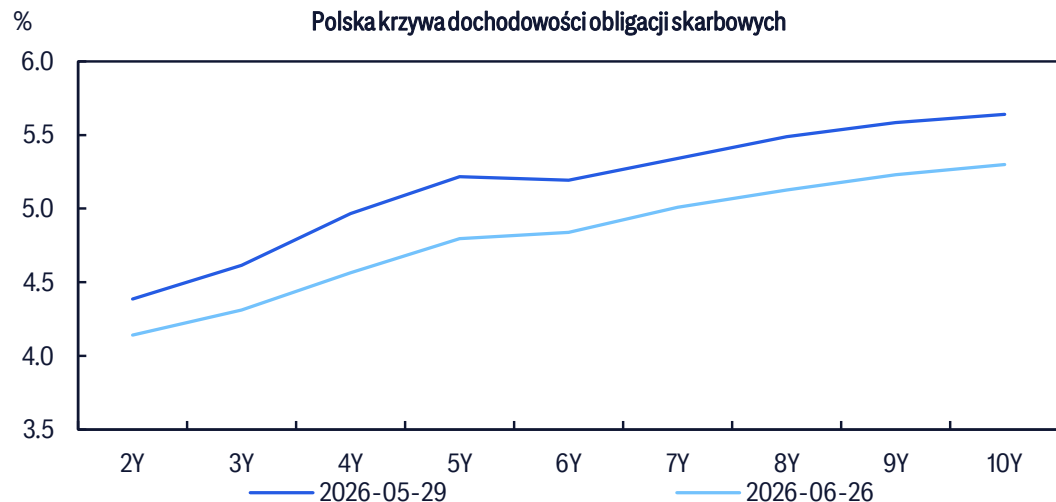
Rynek walutowy



Rynek długu

Rentowności ostro w dół

- Czerwiec przyniósł zdecydowane umocnienie notowań polskich obligacji, co prowadziło do spadku rentowności obligacji od ok. 20 pb do prawie 40pb w skali miesiąca. Najmocniej zyskały papiery 5-letnie, z tzw. środka krzywej dochodowości.
- W dużym stopniu za umocnienie polskich papierów dłużnych stała zmiana oczekiwań rynkowych co do ścieżki stóp banku centralnego, gdyż rynek „stracił wiarę” w potencjał do zacieśnienia polityki pieniężnej w Polsce. Ponadto, papierom dłużnym pomagały spadki cen ropy naftowej, gdzie baryłka Brent notowana była w okolicach 75 USD, daleko od tegorocznych szczytów powyżej 120 USD. Nadzieje na normalizację cen surowców energetycznych ograniczają presję inflacyjną.
- Polskie obligacje pozytywnie odznaczały się również na tle papierów z rynków bazowych, gdyż spread krajowych papierów 10-letnich w relacji do niemieckich oraz amerykańskich spadł o blisko 30 pb w skali miesiąca. Oczekiwania na podwyżki stóp procentowych przez EBC oraz Fed ograniczały pole do umocnienia tamtejszych obligacji.
- Po ostatnim silnym ruchu w dół na polskiej krzywej dochodowości, pole do znaczących spadków rentowności może być ograniczone. Nasza prognoza zakłada, że papiery 10-letnie będą notowane w okolicach 5,20% na koniec tego roku. Pole do zaskoczenia widzimy jednak po stronie niższych rentowności (od obecnych poziomów), zwłaszcza na krótkim końcu krzywej. Czynnikiem, który studzi nasz optymizm jest napięta sytuacja fiskalna, jednak jednocześnie zauważamy, że na razie rząd nie napotkał istotnych problemów w finansowaniu deficytu.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2025								2026					
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	
Strefa Realna														
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4,0	-0,4	3,0	0,7	7,6	3,2	-1,1	7,3	-1,5	1,3	7,5	2,9	4,1	
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-1,9	-1,3	0,4	-7,1	16,3	5,3	-9,4	-0,2	-6,1	2,6	15,2	-7,3	-0,7	
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	4,3	0,1	3,5	1,1	8,4	3,3	-1,3	8,0	-3,2	-0,1	7,1	1,6	2,5	
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-2,9	2,1	0,7	-7,0	0,2	4,2	0,1	4,5	-12,9	-13,7	0,6	4,5	3,9	
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	4,4	2,2	4,8	3,1	6,4	5,4	3,1	5,3	4,4	5,0	8,7	1,3	3,0	
Stopa bezrobocia (%)	5,1	5,1	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1	6,1	6,0	5,9	
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	
Ceny														
Inflacja (% r/r)	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	2,1	2,1	3,0	3,2	3,1	
Inflacja (% m/m)	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,7	0,3	1,1	0,6	-0,3	
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,0	1,2	2,1	2,4	
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0,3	0,5	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	0,1	-0,4	-0,3	0,4	3,0	0,6	0,0	
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	8,4	9,0	7,6	7,1	7,5	6,6	7,1	8,6	6,1	6,1	6,6	5,4	5,8	
Przepływy zagraniczne														
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1168	-445	-1780	-2593	-797	2103	-250	-1975	1053	-1034	-234	-1558	-	
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1637	-133	-1063	-2155	-1025	434	-1097	-2306	254	-1043	-497	-1995	-	
Eksport f.o.b. (mln EUR)	28685	28501	28434	25031	30105	32313	29780	27272	27752	28771	32436	30601	-	
Eksport (% r/r)	6,0	3,7	3,2	-1,3	5,9	5,2	2,4	9,4	-2,6	1,9	7,4	6,6	-	
Import f.o.b. (mln EUR)	30322	28634	29497	27186	31130	31879	30877	29578	27498	29814	32933	32596	-	
Import (% r/r)	7,9	2,4	2,7	-1,0	7,4	2,7	2,9	9,8	-6,3	3,4	3,8	7,8	-	

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2025							2026						
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	
Strefa monetarna														
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	10,3	10,5	10,8	11,1	11,1	10,6	10,6	10,4	10,0	10,6	11,5	11,3	11,0	
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10,1	9,3	9,5	9,7	9,2	8,3	8,1	8,4	8,2	8,4	9,3	9,2	9,2	
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	5,9	11,9	12,1	11,8	12,2	11,6	11,4	14,4	12,0	14,1	14,1	14,4	13,8	
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	3,1	2,6	2,8	2,7	3,1	3,3	3,6	4,1	4,5	4,8	5,3	5,3	5,7	
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5,6	7,7	8,8	9,1	8,6	9,2	10,8	9,0	10,4	11,5	12,0	11,5	11,4	
Rynki finansowe														
Stopa referencyjna (koniec mies.)	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75	
WIBOR 3M (średnio)	5,16	5,12	4,92	4,78	4,65	4,46	4,18	3,96	3,83	3,76	3,72	3,75	3,75	
WIBOR 3M (koniec okresu)	5,12	5,13	4,83	4,72	4,62	4,36	4,12	3,89	3,80	3,70	3,75	3,74	3,76	
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4,63	4,76	4,47	4,36	4,31	4,08	3,82	3,66	3,53	3,50	4,22	4,22	4,12	
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4,72	4,56	4,26	4,24	4,31	4,13	3,87	3,99	3,63	3,47	4,66	4,47	4,79	
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5,07	4,91	4,75	4,74	4,82	4,67	4,54	4,52	4,30	4,26	5,39	5,09	5,46	
EUR/PLN (koniec okresu)	4,25	4,24	4,27	4,27	4,27	4,25	4,24	4,23	4,21	4,22	4,29	4,26	4,23	
USD/PLN (koniec okresu)	3,75	3,62	3,73	3,66	3,63	3,68	3,66	3,60	3,54	3,58	3,74	3,65	3,64	
EUR/USD (koniec okresu)	1,13	1,17	1,14	1,17	1,17	1,16	1,16	1,18	1,19	1,18	1,15	1,17	1,16	
Wskaźniki fiskalne														
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	108,3	119,7	156,7	172,0	201,4	227,1	244,9	275,7	3,7	48,5	69,5	89,3	108,2	
Def. budżetowy skum. (% planu)*	39%	43%	57%	62%	73%	82%	89%	100%	1%	18%	26%	33%	40%	

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	1106	1173
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4144	4394
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	29562	31346
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	3,5	2,9
Inwestycje (% r/r)	-2,3	1,5	1,7	12,7	-0,9	4,3	7,6	2,2
Konsumpcja (% r/r)	-1,5	5,9	4,0	0,9	4,4	4,0	3,4	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3,6	6,2	5,0	-0,3	2,9	3,7	2,9	3,5
Eksport (% r/r)	-1,1	12,3	7,4	3,7	2,0	4,5	5,0	4,7
Import (% r/r)	-2,4	16,3	6,8	-1,5	4,5	5,6	5,8	6,9
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	8,6	16,6	6,2	4,7	2,4	3,7	3,1
Inflacja CPI (% średnia)	3,4	5,1	14,3	11,5	3,6	3,6	3,0	3,3
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	5,20	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,77	4,04	4,39	3,94	4,13	3,60	3,74	3,76
USD/PLN (Średnia)	3,89	3,86	4,45	4,20	3,98	3,75	3,75	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	4,27	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	-17,1	-22,3
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	-6,9	-6,7
Saldo pierwotne sektora	-5,6	-0,6	-1,8	-3,1	-4,3	-4,8	-4,1	-3,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	47,6	43,2	39,0	38,9	44,1	49,1	52,9	56,7

Prognozy długoterminowe

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,3	0,2	3,0	3,6	3,5	2,9	2,8
Inflacja CPI (% średnia)	14,3	11,5	3,6	3,6	3,0	3,3	2,8
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	3,74	3,76	3,81
USD/PLN (Średnia)	4,45	4,20	3,98	3,75	3,75	3,75	3,79
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	4,27	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 Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolk@citi.com

Anastazja Nagórka

Praktykantka

anastazja.nagorka@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

poland.research@citi.com

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

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

citi handlowy