

Citi Monthly

Geopolityka ponownie w centrum uwagi

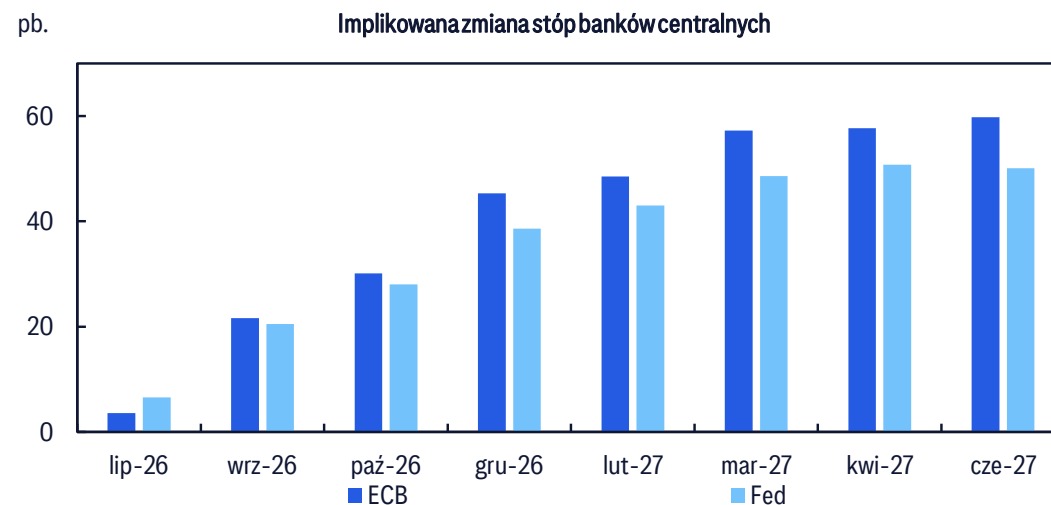
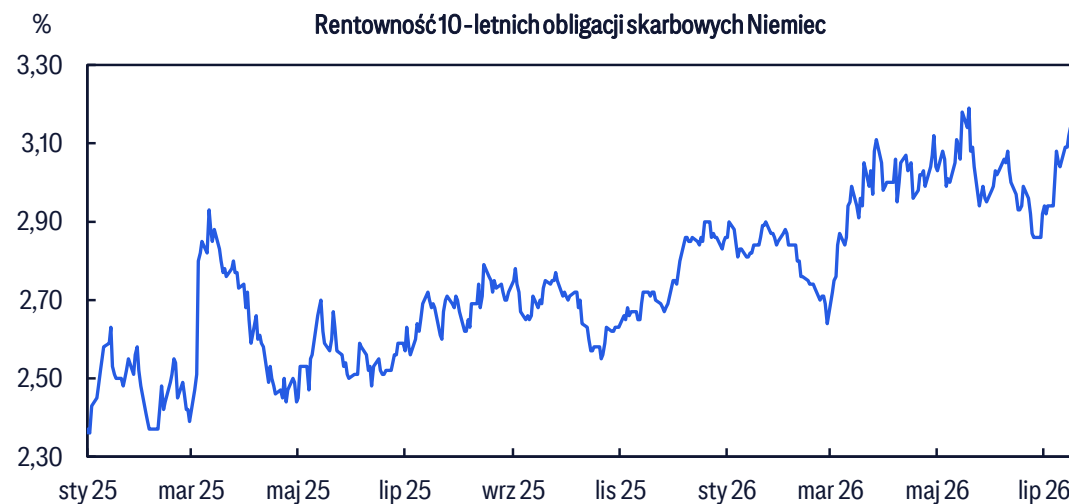
Podsumowanie

- Ponowny wybuch wojny między USA a Iranem doprowadził do wzrostu cen ropy Brent o ok. 30% od początku lipca i powrotu obaw o globalną inflację. Przełożyło się to na wzrost rentowności obligacji w Europie, podczas gdy narastające napięcia w Cieśninie Ormuz oraz jastrzębia retoryka Fed i EBC zwiększają ryzyko dalszego zacieśniania polityki pieniężnej na świecie.
- Krajowa gospodarka wykazuje dużą odporność na niekorzystne otoczenie zewnętrzne, a czerwiec przyniósł silne wzrosty produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej. W tej sytuacji podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB w II kwartale na poziomie około 3,5%, choć ryzyko widzimy po stronie jeszcze lepszego wyniku.
- Mimo, że czerwcowa inflacja spadła do celu (2,5%), perspektywy na drugą połowę roku uległy pogorszeniu. Drożęjąca ropa naftowa, osłabienie złotego oraz wygaśnięcie tarczy podatkowej na paliwa mogą istotnie podbić lipcowy odczyt CPI. W naszym zaktualizowanym scenariuszu zakładamy, że pod koniec roku inflacja ukształtuje się w przedziale 3,5-4,0% r/r.
- Na lipcowym posiedzeniu RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, jednak ton wypowiedzi prezesa NBP uległ wyraźnemu złagodzeniu. RPP nie wyklucza nawet obniżki stóp procentowych po wakacjach. Chociaż takiego rozwoju sytuacji nie można zupełnie wykluczyć, nasz podstawowy scenariusz zakłada mimo wszystko stabilizację stopy referencyjnej. Uważamy bowiem, że utrzymująca się wysoka dynamika inflacji bazowej będzie wymagała od RPP dużej ostrożności przy ewentualnych decyzjach o obniżkach.
- Sytuacja fiskalna Polski pozostaje napięta, a deficyt budżetowy po I półroczu sięgnął 123,7 mld zł, przy rozczarowujących dochodach z VAT i akcyzy. Projekt budżetu na przedwyborczy rok 2027 będzie przyciągać uwagę inwestorów – ewentualne wprowadzenie nowych transferów socjalnych lub obniżek podatków mogłoby utrudnić konsolidację fiskalną i zwiększyć ryzyko obniżenia ratingu wiarygodności kredytowej kraju.

Otoczenie zewnętrzne

Ropa ponownie w centrum uwagi

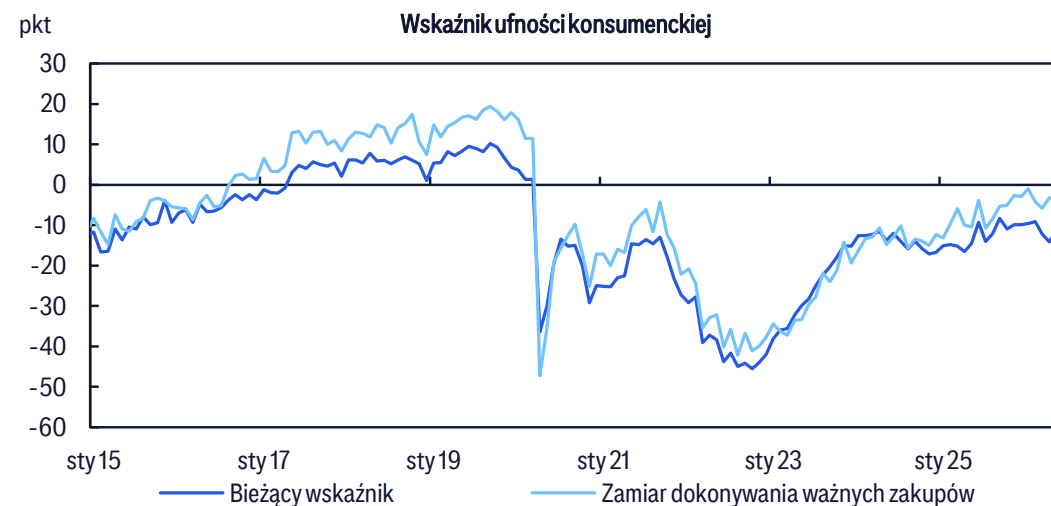
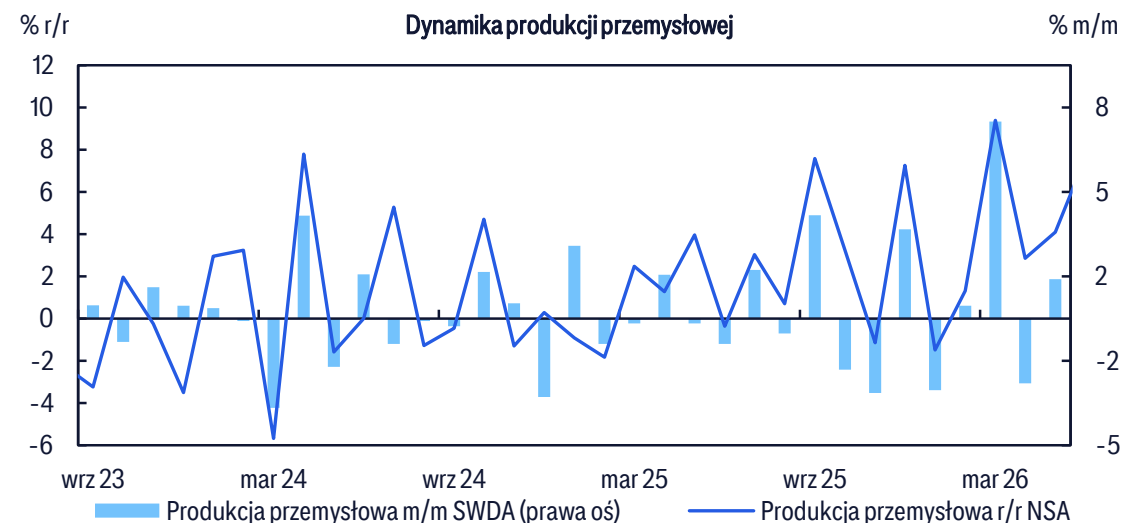
- Zerwanie tymczasowego porozumienia między Stanami Zjednoczonymi a Iranem doprowadziło do ponownego wzrostu cen ropy naftowej. Od początku lipca cena ropy Brent zwiększyła się o ok. 30%, przywracając obawy o nasilenie globalnej presji inflacyjnej. Eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie przełożyła się także na ponowne wzrosty na rynkach stopy procentowej. Rentowności 10-letnich niemieckich obligacji powróciły do historycznie wysokich poziomów, osiągając wartości zbliżone do notowanych w połowie maja.
- Choć jastrzębi wydźwięk ostatniego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego początkowo wspierał oczekiwania na kontynuację zacieśniania polityki pieniężnej jeszcze w lipcu, lepsze od prognoz czerwcowe dane inflacyjne przesunęły realizację takiego scenariusza w czasie. W pełni zdyskontowana podwyżka jest obecnie wyceniana na październik, niemniej narastające napięcia w Cieśninie Ormuz zwiększają ryzyko wcześniejszego ruchu EBC.
- Jedna podwyżka stóp w bieżącym roku jest także oczekiwana po stronie FOMC, co zostało w całości uwzględnione w rynkowych wycenach w październiku. Choć podczas ostatniego przemówienia prezes Fed K. Warsh przyjął wyraźnie jastrzębi ton, podkreślając brak tolerancji dla uporczywie wysokiej inflacji, sygnały osłabienia na rynku pracy przemawiają za większą ostrożnością. Czerwcowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem rozczarowały i oczekujemy, że sytuacja na rynku pracy nie ulegnie poprawie w najbliższych miesiącach. W rezultacie połączenie utrzymujących się wysokich cen ropy, oraz pogarszających się perspektyw rynku pracy stawia Fed przed wyjątkowo trudnym wyborem.



Aktywność ekonomiczna

Polska gospodarka wciąż odporna

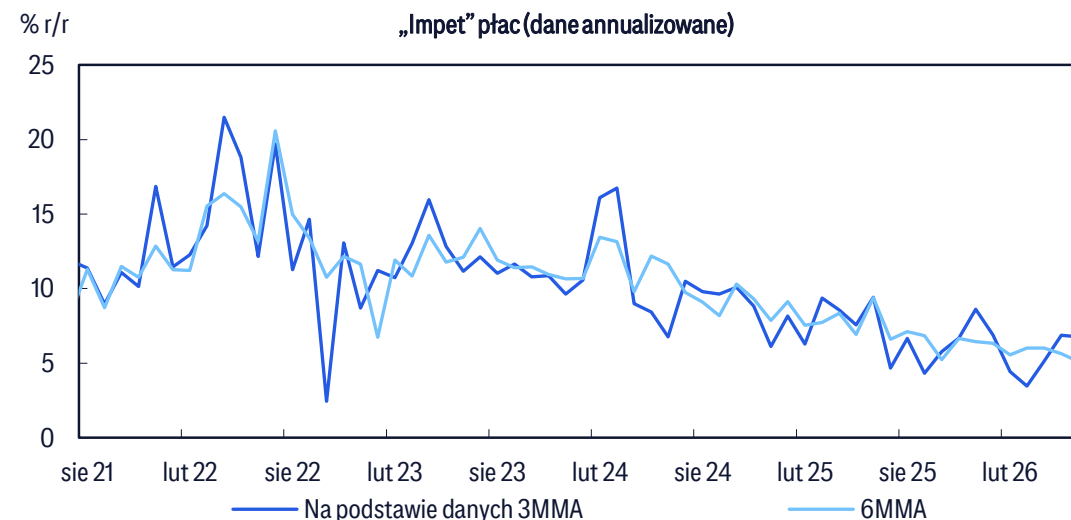
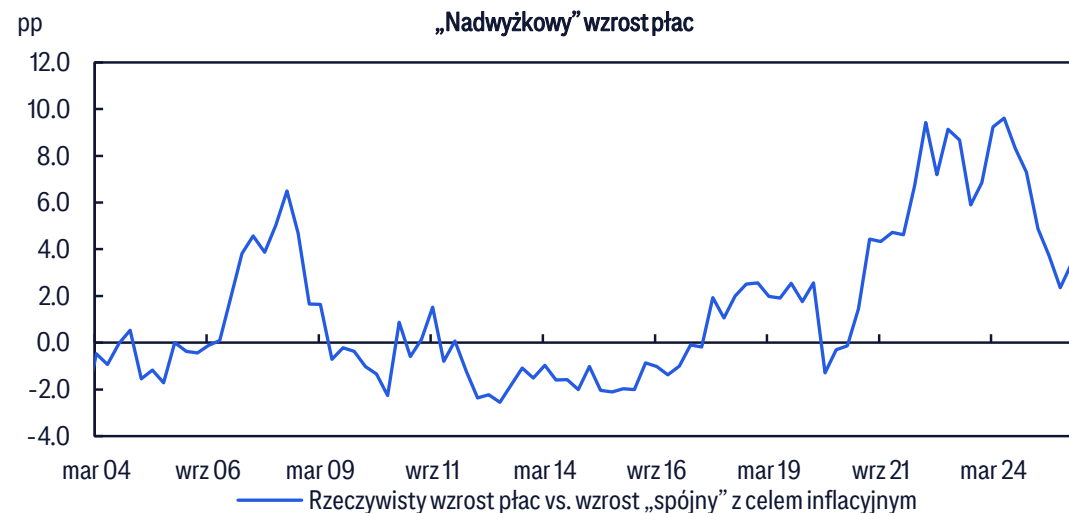
- Pomimo niekorzystnego otoczenia zewnętrznego, ożywienie w krajowym przemyśle stopniowo nabiera tempa. W czerwcu produkcja przemysłowa wzrosła o 7,6% r/r, wobec 4,1% miesiąc wcześniej (konsensus: 7,2%). Choć czerwcowy odczyt był częściowo wspierany przez dodatkowy dzień roboczy, w pierwszej połowie roku aktywność przemysłowa zwiększyła się o 3,9% r/r, wobec 1,3% w analogicznym okresie ubiegłego roku.
- Łącznie dane z ostatnich miesięcy potwierdzają stopniowe wychodzenie polskiego przemysłu z zastoju. Rekordowy wzrost zamówień przemysłowych w maju wspierany programem SAFE oraz środki w ramach KPO powinny stanowić istotny impuls dla dalszego ożywienia. Z drugiej strony wciąż niepewne perspektywy sektora przemysłowego w strefie euro mogą hamować skalę i tempo obserwowanego odbicia.
- W maju wysoką dynamikę odnotowała również sprzedaż detaliczna, która zwiększyła o 6,2% r/r wobec 3,0% w kwietniu (konsensus: 5,2%). W ujęciu miesięcznym i po odsezonowaniu, sprzedaż wzrosła o 1,7%. Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, wyższa dynamika była częściowo efektem dodatkowego dnia roboczego. Rozbicie danych wskazuje jednak na szeroki charakter poprawy, ze wzrostem sprzedaży bazowej o 9,0% r/r. Jednocześnie wskaźnik ufności konsumenckiej, powrócił do poziomów sprzed wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie, potwierdzając utrzymującą się odporność polskich konsumentów.
- Podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB za II kwartał na poziomie 3,5% r/r, niemniej lepsze od oczekiwań dane sugerują nawet możliwość realizacji scenariusza bliższego 4,0% r/r.



Rynek pracy

Płace rosną o blisko 6%

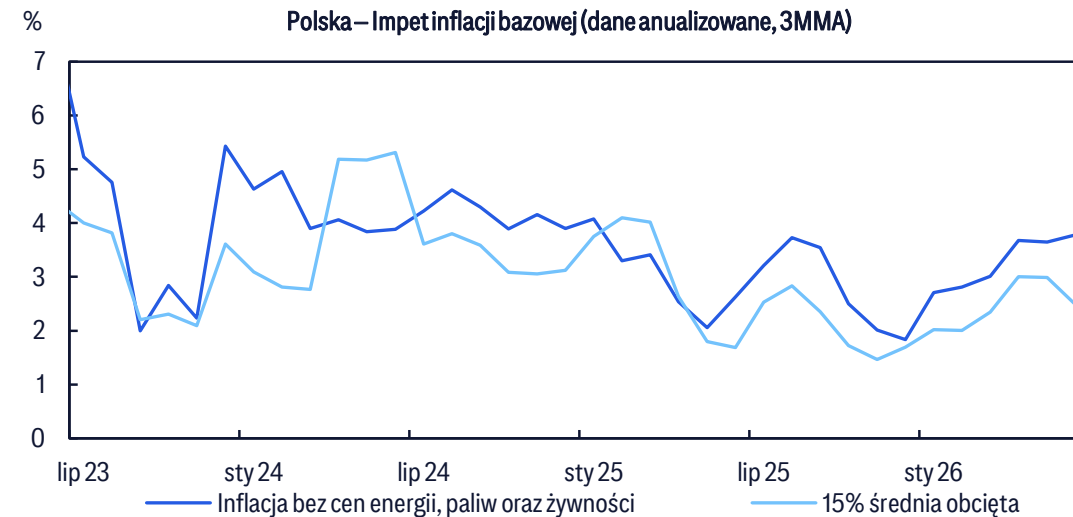
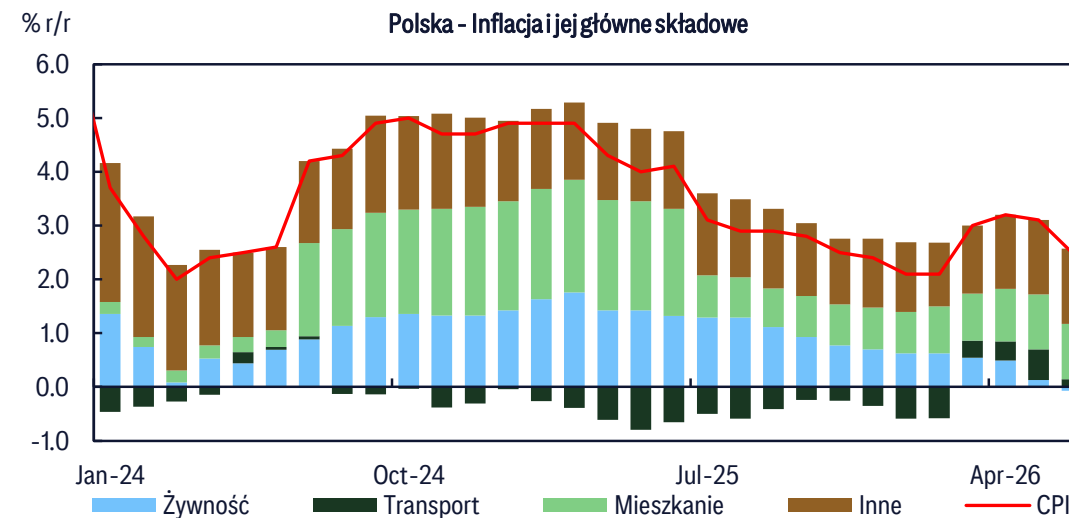
- O tym, że obecne zagrożenia inflacyjne są znacznie mniejsze niż jeszcze dwa-trzy lata temu świadczy między innymi wygaszenie żądań płacowych. W samym czerwcu wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyniósł 5,9% r/r i był wyraźnie niższy niż 8-9% wzrosty notowane w analogicznym okresie 2025 roku. Był to jeden z powodów, dla których Rada Polityki Pieniężnej złagodziła w lipcu swoją retorykę, a prezes NBP zasygnalizował możliwość obniżek stóp.
- Okazuje się jednak, że ostatnie wzrosty płac są wciąż nieco wyższe niż wzrost spójny z celem inflacyjnym RPP. Co więcej, gdyby spojrzeć na miesięczne zmiany płac oczyszczone z wahań sezonowych, to po dołku odnotowanym w marcu, w ostatnich miesiącach wynagrodzenia rosną z miesiąca na miesiąc nieco szybciej.
- W sumie biorąc pod uwagę otoczenie zewnętrzne wydaje się, że z czasem sytuacja na rynku pracy może stać się mniej korzystna dla pracowników, ale na razie trudno doszukiwać się przekonujących oznak poważnego spowolnienia.
- Niezmiennie wskaźnikiem, który obserwujemy z pewnym niepokojem są zmiany stopy bezrobocia w najmłodszej grupie wiekowej (poniżej 25 lat). W tych danych można zauważyć pewien wzrost. Co prawda jest on wciąż relatywnie słaby, jednak zaskakujące jest to, że w innych krajach regionu bezrobocie wśród młodych wciąż się obniża.



Inflacja

Inflacja ponownie w górę

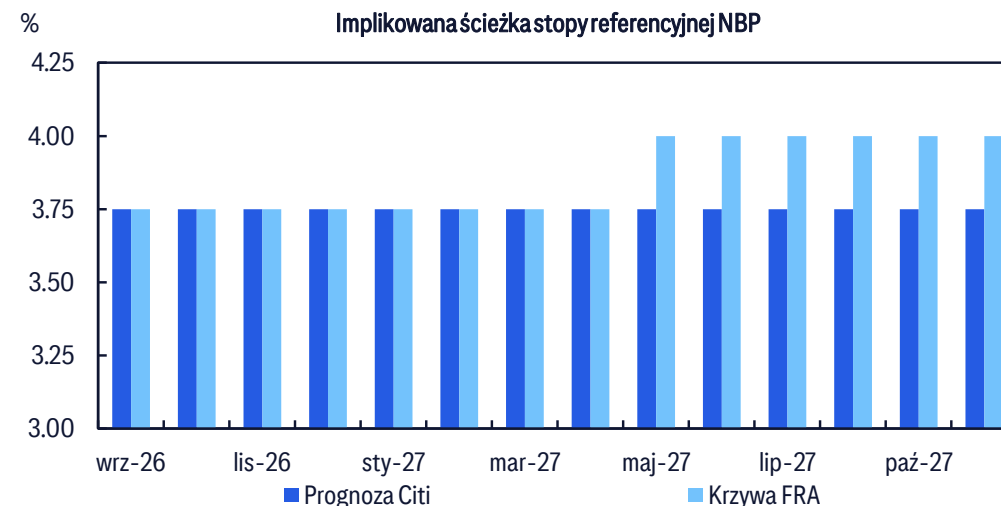
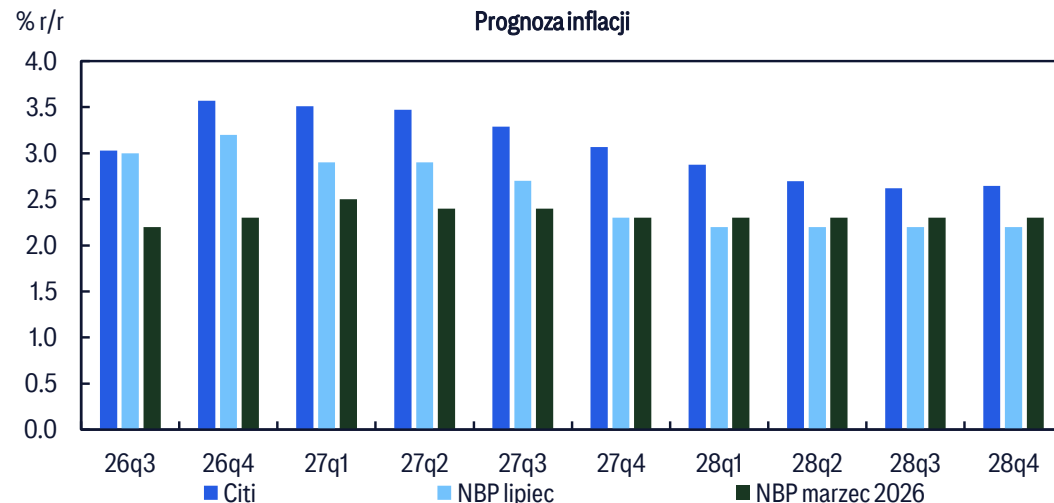
- Wydarzenia ostatniego miesiąca pokazują jak niewiele potrzeba aby inflacja ponownie stała się powodem do zmartwień. W czerwcu wskaźnik inflacji spadł do 2,5%, a więc do poziomu zgodnego z celem banku centralnego, a ówczesne notowania cen ropy zapowiadały wręcz, że inflacja może pozostać niska przez długi czas. Niemniej ponowny wybuch wojny między Stanami Zjednoczonymi a Iranem zmienił ten obraz. Ceny ropy, które jeszcze niedawno zbliżały się do 70 USD/b, obecnie wydają się zmierzać w kierunku 100 dolarów. Koszty importu podnosi również osłabienie złotego, które początkowo było głównie efektem siły dolara, ale obecnie odzwierciedla również ucieczkę inwestorów od ryzykownych aktywów. W połączeniu z wygaśnięciem programu obniżek podatków na paliwa, czynniki te mogą popchnąć lipcową inflację znacznie wyżej niż dotychczas zakładano.
- Nasz scenariusz zaktualizowany o ostatnie wydarzenia zakłada, że pod koniec roku inflacja może kształtować się w przedziale 3,5-4,0%. Oczywiście ten trend mógłby zostać złagodzony gdyby doszło do szybkiego zawieszenia broni na Bliskim Wschodzie (niewykluczone) lub gdyby rząd powrócił do programu CPN (wydaje się mniej prawdopodobne ze względu na sytuację budżetową). W sumie niezależnie od tych czynników wpływających na ceny paliw, niezmiennym powodem do ostrożności jest wciąż wysoki poziom inflacji bazowej. Jej kształtowanie się w ostatnich trzech miesiącach sugeruje, że gdyby nic się nie zmieniło i ceny bazowe wciąż rosły w tym samym tempie co dotychczas, roczna inflacja bazowa mogłaby zbliżyć się do niemal 4%.



Polityka pieniężna

Gołębi powiew

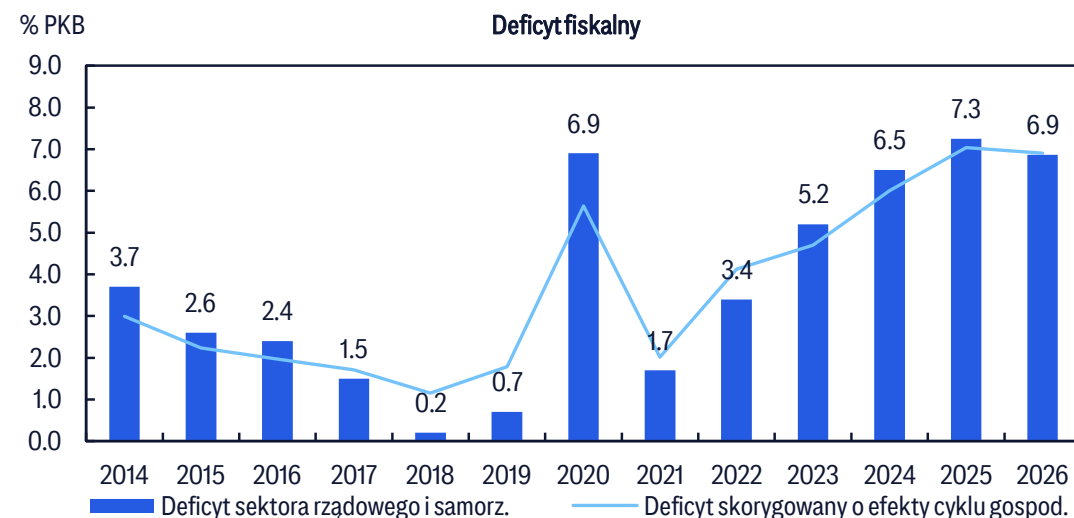
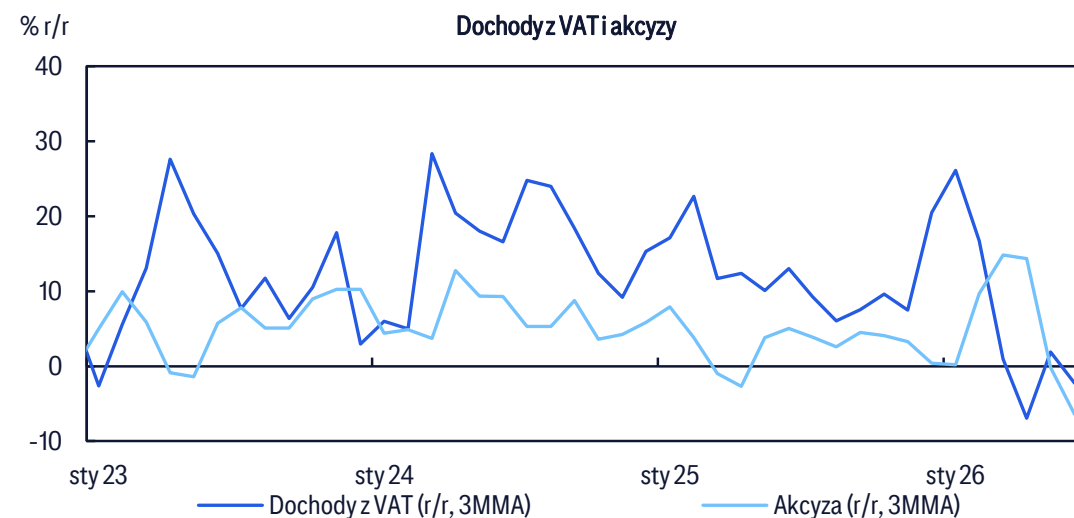
- Lipcowe posiedzenie RPP pomimo braku zmian stóp procentowych przyniosło gołębi powiew, gdyż prezes Glapiński zasugerował możliwość złożenia wniosku o obniżkę sóp po wakacjach, w przypadku utrzymania się korzystnych uwarunkowań inflacyjnych. Część członków RPP zdaje się popierać postrzeganie rzeczywistości przedstawione przez prezesa NBP, na co wskazują ich wypowiedzi medialne sugerujące otwartość do łagodzenia polityki pieniężnej.
- W lipcu NBP przedstawił nową projekcję makroekonomiczną, w której zauważalnie podniesiona została ścieżka inflacji w relacji do prognoz z marca. Biorąc pod uwagę dynamicznie zmieniającą się sytuację na Bliskim Wschodzie oraz silny wzrost cen ropy (o ponad 30% od początku lipca), uważamy, że ścieżka z Raportu o inflacji NBP mogła się już zdezaktualizować. Nasze oczekiwania co do inflacji są o około 0,4pp wyższe w IV kwartale tego roku w relacji do ścieżki NBP, a różnica ta rośnie jeszcze w kolejnych kwartałach w przyszłym roku.
- W bazowym scenariuszu wciąż zakładamy utrzymanie stóp bez zmian do końca roku. Na ten moment wydaje się, że podwyżka stóp procentowych w Polsce jest mało prawdopodobna, a działania ze strony innych banków centralnych w regionie (w strefie euro czy Czechach) wydają się mieć ograniczony wpływ na decyzje RPP. Rada wskazuje, że następnym ruchem będzie raczej obniżka niż podwyżka stóp. Według nas do realizacji takiego scenariusza konieczne byłoby ustabilizowanie sytuacji na Bliskim Wschodzie, które ograniczałoby zmienność z tytułu wysokich cen ropy naftowej. Ponadto inflacja prawdopodobnie powinna znaleźć się poniżej 3,5% a prognozy powinny wskazywać na jej zejście do 2,5%.



Polityka fiskalna

Deficyt problemem

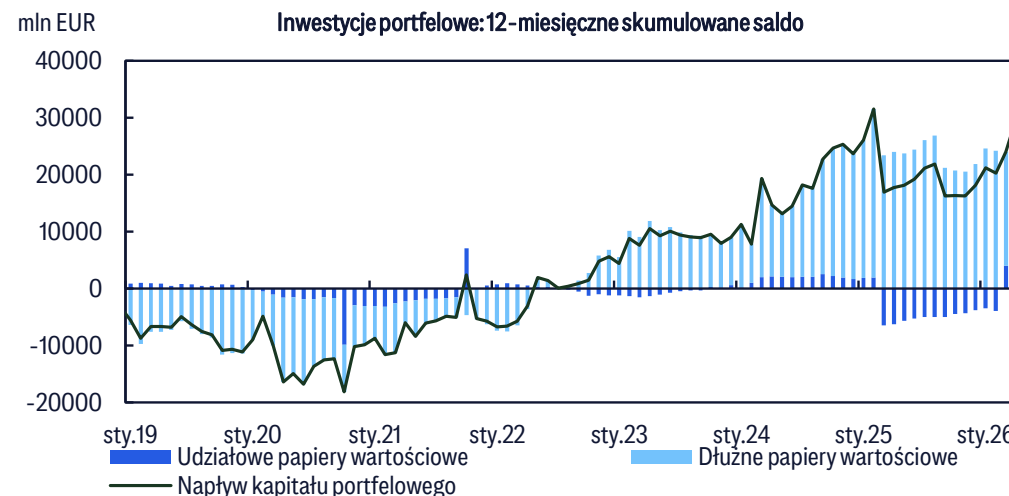
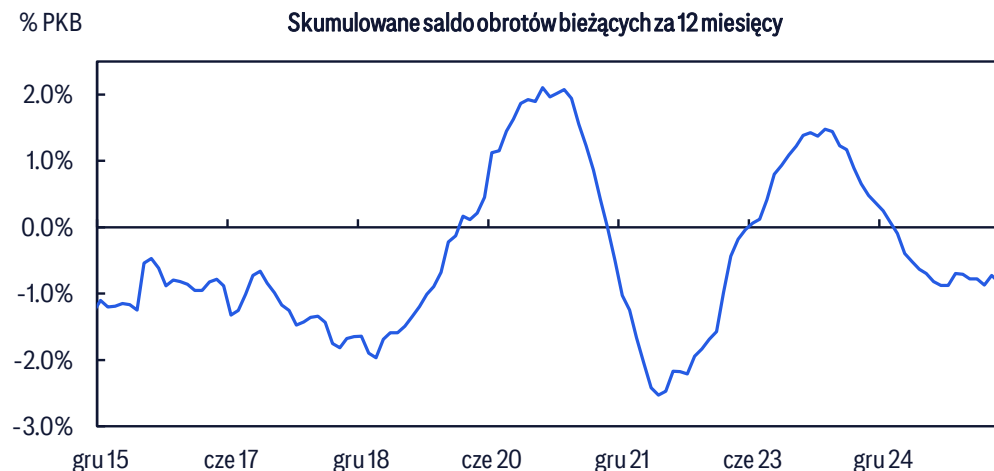
- Na przełomie sierpnia i września poznamy szczegóły planowanego budżetu na przyszły rok. Biorąc pod uwagę, że 2027 będzie rokiem wyborczym, trudno spodziewać się dodatkowego zacieśnienia fiskalnego wychodzącego poza to, co już wynika z ustaw. A argumentów za zacieśnieniem przybywa.
- Opublikowane w lipcu dane pokazały, że w pierwszej połowie roku deficyt budżetu państwa sięgnął 123,7 mld zł, tym samym wynosząc 45,5% planu. Rozczarowaniem okazała się przede wszystkim strona dochodowa - w ciągu ostatnich trzech miesięcy dochody z VAT oraz akcyzy były odpowiednio o 2,2% oraz 6,4% niższe niż rok wcześniej. Niewątpliwie przyczynił się do tego między innymi zlikwidowany już program CPN (obniżki podatków na paliwa), jednak nawet po oczyszczeniu z tego efektu, dochody wydawały się rosnać zaskakująco wolno.
- Główne pytanie, które nasuwa się w kontekście przyszłorocznych wyborów, dotyczy tego, czy nowy budżet będzie zawierał działania obniżające podatki (np. poprzez waloryzację progów) lub wprowadzające nowe transfery socjalne. Okołow wyborcze poluzowanie fiskalne z 2023 roku jest jednym z głównych z powodów tłumaczących obecny wysoki poziom deficytu fiskalnego oraz trudności z jego obniżeniem nawet pomimo dynamicznego wzrostu gospodarczego. Gdyby takie pomysły ponownie się pojawiły i były wprowadzane w życie, zwiększyłoby to ryzyko obniżki ratingu Polski.



Bilans płatniczy

Poprawa pomimo niekorzystnego otoczenia

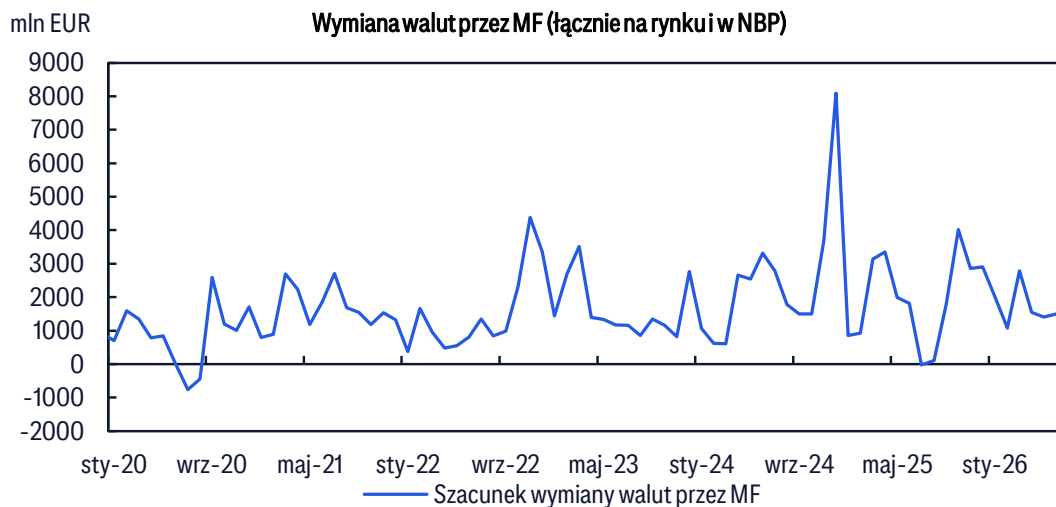
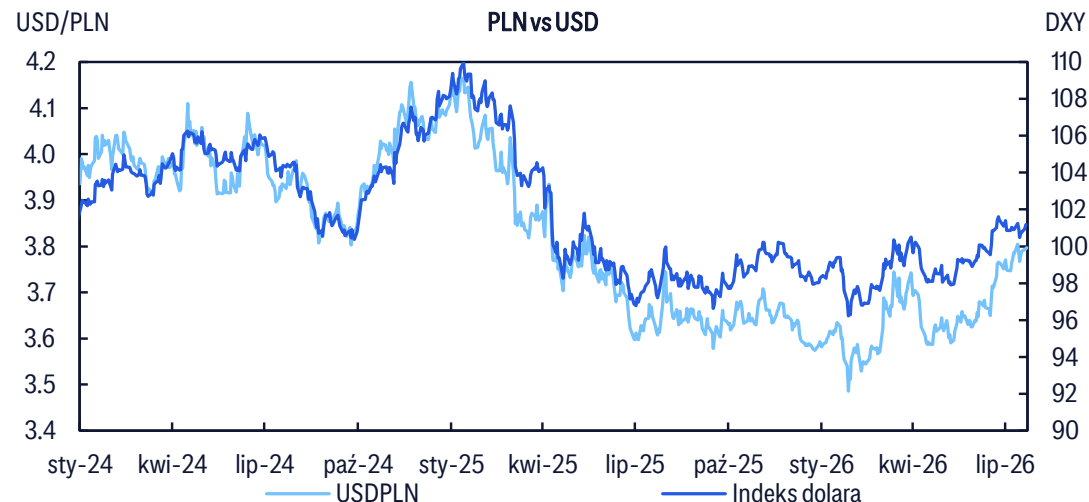
- Majowe saldo rachunku bieżącego ukształtowało się powyżej oczekiwań analityków (-1674 mln EUR), notując poprawę z -1541 mln EUR do -1071 mln EUR. Za zawężenie nierównowagi odpowiadał przede wszystkim mniejszy deficyt w handlu towarami, który zmniejszył się z 1972 mln EUR do 1182 mln EUR.
- Pomimo niekorzystnego efektu kalendarzowego eksport utrzymał relatywnie wysoką dynamikę (5,5% r/r), wspieraną głównie sprzedażą srebra surowego, miedzi rafinowanej oraz sprzętu komputerowego. Jednocześnie niższy wolumen importu surowców energetycznych częściowo zneutralizował wpływ wyższych cen ropy naftowej, przez co import rósł wolniej niż eksport (3,7% r/r).
- Według NBP na eksport w maju negatywnie oddziaływał pogłębiający się spadek zagranicznej sprzedaży aut i części samochodowych, który jednocześnie ograniczał import komponentów produkcyjnych. Dane potwierdzają, że problemy europejskiej motoryzacji, związane m.in. z ekspansją chińskich producentów, w coraz większym stopniu odbijają się na polskiej wymianie handlowej.
- Od początku roku utrzymuje się wyraźny napływ kapitału portfelowego do Polski. W maju 12-miesięczne skumulowane saldo inwestycji portfelowych wzrosło do rekordowych 30,2 mld EUR, przy utrzymującym się dodatnim saldzie inwestycji w udziałowe papiery wartościowe. Tak silne przepływy wskazują, że pomimo nieustającej niepewności geopolitycznej zagraniczni inwestorzy nadal chętnie lokują kapitał na polskim rynku.



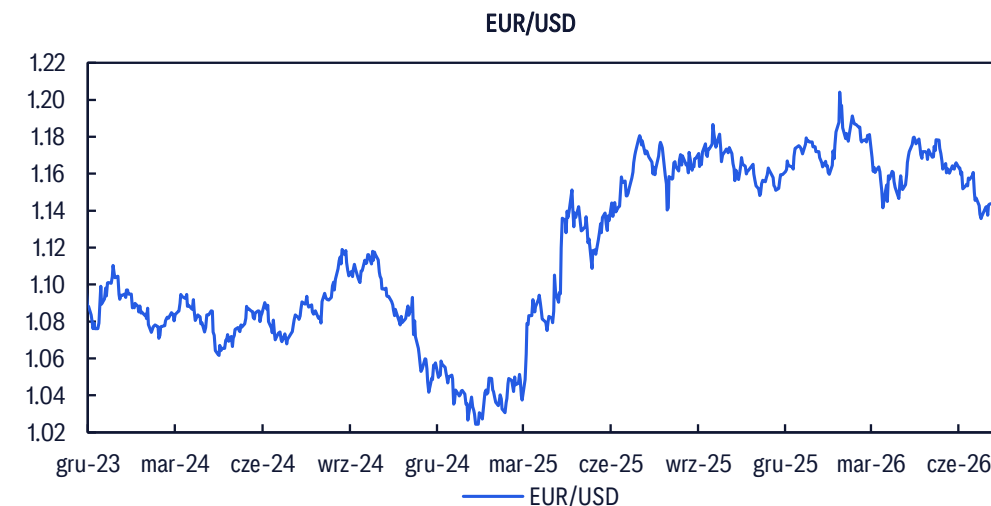
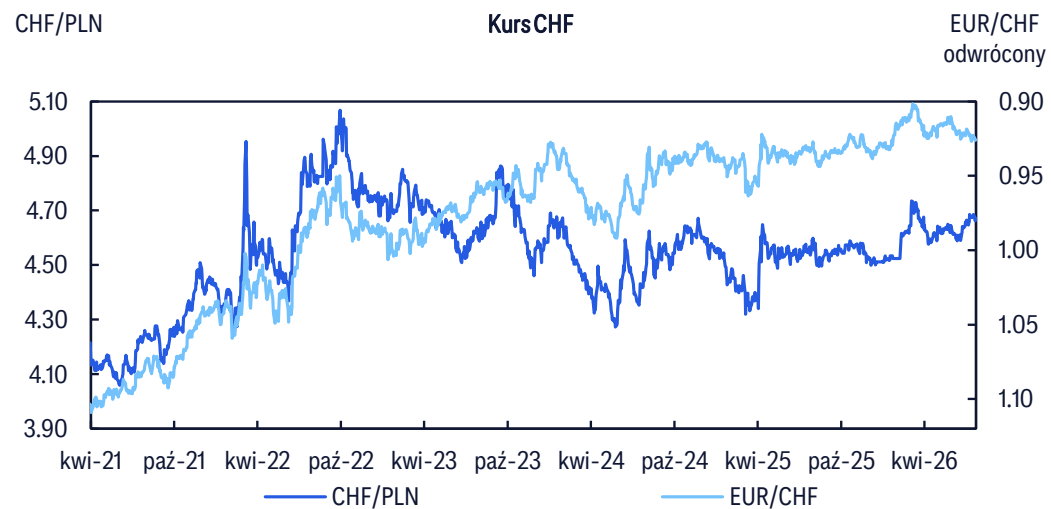
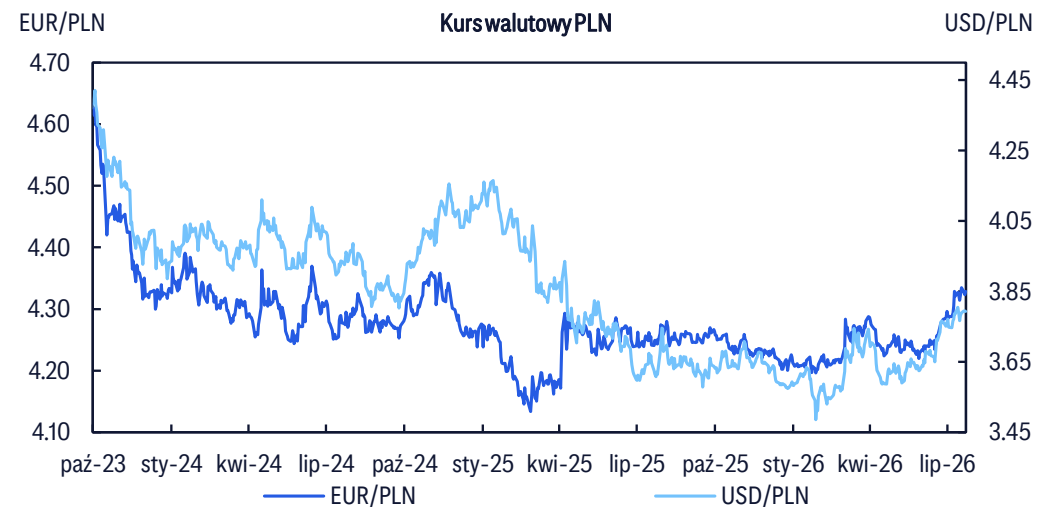
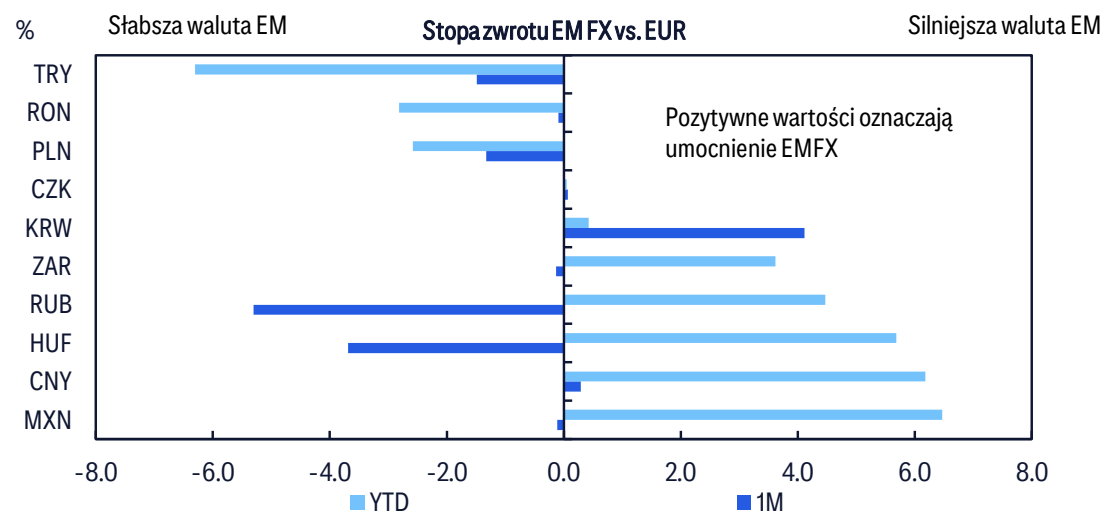
Rynek walutowy

Kontynuacja osłabienia złotego

- Złoty kontynuował w lipcu osłabienie wobec walut bazowych, które na dobre rozpoczęło się już w ubiegłym miesiącu. W relacji do końca czerwca polska waluta traciła około 0,8% zarówno do euro jak i dolara.
- Na tle regionu Europy Środkowo-Wschodniej widoczne jest zauważalnie mocniejsze zachowanie czeskiej korony w relacji do złotego oraz węgierskiego forinta. Takie nastawienie do walut CEE po części odzwierciedla odmienne ścieżki w polityce pieniężnej, gdzie Narodowy Bank Czech podniósł stopy procentowe w czerwcu, z kolei na Węgrzech w czerwcu wznowiony został cykl obniżek stóp procentowych. W Polsce co prawda stawka referencyjna od marca nie uległa zmianie, jednak gotębi ton lipcowego spotkania RPP dawał paliwo do osłabienia PLN. Szerzej w gronie walut rynków wschodzących widać presję ze strony relatywnie silnego dolara, co wzmacniane jest przez ponowne zaostrenie sytuacji na Bliskim Wschodzie i wzrosty cen ropy naftowej.
- Biorąc pod uwagę niechęć RPP do podwyżek stóp procentowych oraz ryzyko wzrostu inflacji w najbliższych miesiącach, realne stopy procentowe w Polsce prawdopodobnie się obniżą, co ogranicza pole do szybkiego odrobienia strat przez złotego w relacji do euro czy dolara. Napięta sytuacja fiskalna dodatkowo może stanowić niechęć do zwiększenia ekspozycji na PLN przez inwestorów zagranicznych. Czynnikiem, który mógłby wesprzeć złotego jest napływ środków walutowych na rachunek Ministerstwa Finansów, jednak wymagałoby to istotnego zwiększenia skali wymiany walut obcych bezpośrednio na rynku. W perspektywie końca roku oczekujemy, że kurs EUR/PLN będzie kształtował się blisko poziomu 4,30.



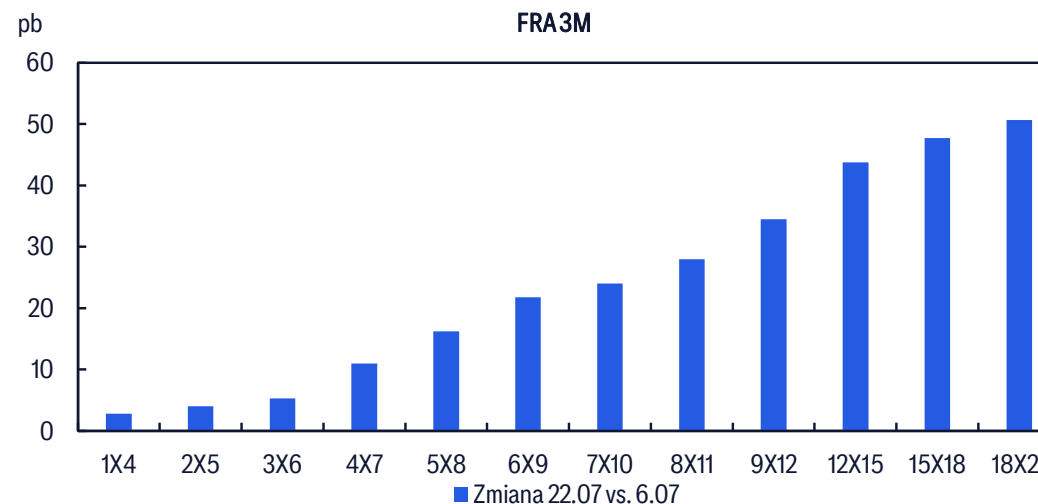
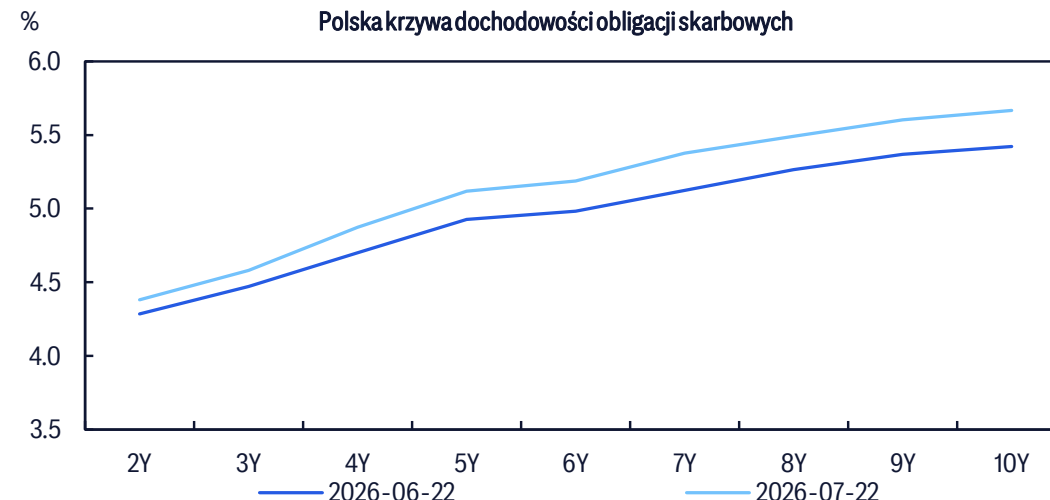
Rynek walutowy



Rynek długu

Rentowności znów wyżej

- Po wzroście cen polskich obligacji skarbowych z czerwca w zasadzie nie ma już śladu, gdyż druga połowa lipca przyniosła przecenę papierów skarbowych. Krzywa dochodowości przesunęła się niemal równolegle w górę, o około 35pb.
- W dużym stopniu za pogorszeniem nastrojów na rynku dłużnym stały oczekiwania dotyczące zmian stóp procentowych. Oczekiwania na ewentualne obniżki stóp okazały się jedynie krótkotrwałe, a ryzyko związane z potencjalnym silnym wzrostem inflacji (w wyniku sytuacji na Bliskim Wschodzie) szybko zostało odzwierciedlone w notowaniach kontraktów pochodnych. Obecnie krzywa FRA wskazuje, że podwyżka stóp procentowych jest w pełni wyceniona do połowy przyszłego roku, a ponadto notowania wskazują na możliwość jeszcze jednego ruchu przed upływem dwóch lat. W lipcu spread polskich papierów 10-letnich wzrósł w reakcji do rynków bazowych, co w dużym stopniu odzwierciedla wspomnianą zmianę oczekiwań wobec działań banków centralnych.
- W końcówce lipca wzrósł również spread asset swap, w okolice 110pb. Naszym zdaniem oprócz wzrostu ryzyka geopolitycznego składa się na to relatywnie wolne finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych oraz podwyższone ryzyka fiskalne, gdzie oprócz 7% deficytu w relacji do PKB, dane wskazują na ubytek w dochodach (m.in. przez CPN).
- Naszym zdaniem oczekiwania na podwyżki stóp procentowych na ten moment są przesadzone a perspektywa spadku inflacji w horyzoncie polityki pieniężnej (~2 lata) powinna sprzyjać obniżeniu rentowności obligacji o ok. 20-30pb w perspektywie końca tego roku.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2025						2026						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-0.4	3.0	0.7	7.6	3.2	-1.1	7.3	-1.5	1.3	7.5	2.9	4.1	7.6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-1.3	0.4	-7.1	16.3	5.3	-9.4	-0.2	-6.1	2.6	15.2	-7.3	-0.7	2.1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	0.1	3.5	1.1	8.4	3.3	-1.3	8.0	-3.2	-0.1	7.1	1.6	2.7	6.4
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	2.1	0.7	-7.0	0.2	4.2	0.1	4.5	-12.9	-13.7	0.6	4.5	3.9	5.2
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	2.2	4.8	3.1	6.4	5.4	3.1	5.3	4.4	5.0	8.7	1.3	3.0	6.2
Stopa bezrobocia (%)	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	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4.1	3.1	2.9	2.9	2.8	2.5	2.4	2.1	2.1	3.0	3.2	3.1	2.5
Inflacja (% m/m)	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.7	0.3	1.1	0.6	-0.3	-0.5
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.5	-1.3	-1.3	-1.4	-2.2	-2.3	-2.5	-2.6	-2.0	1.2	2.1	2.4	1.7
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.5	-0.2	-0.5	-0.5	-0.3	0.1	-0.4	-0.3	0.4	3.0	0.6	0.0	-0.2
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	9.0	7.6	7.1	7.5	6.6	7.1	8.6	6.1	6.1	6.6	5.4	5.8	5.9
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-445	-1780	-2593	-797	1767	-402	-2194	1312	-632	272	-1541	-1071	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-133	-1063	-2155	-1025	434	-1097	-2306	293	-1003	-457	-1972	-1182	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	28501	28434	25031	30105	32313	29780	27272	27910	28929	32592	30636	30250	-
Eksport (% r/r)	3.7	3.2	-1.3	5.9	5.2	2.4	9.4	-2.1	2.5	7.9	6.7	5.5	-
Import f.o.b. (mln EUR)	28634	29497	27186	31130	31879	30877	29578	27617	29932	33049	32608	31432	-
Import (% r/r)	2.4	2.7	-1.0	7.4	2.7	2.9	9.8	-5.9	3.8	4.2	7.8	3.7	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2025						2026						
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	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)	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)	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)	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)	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	5.00	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75
WIBOR 3M (średnio)	5.12	4.92	4.78	4.65	4.46	4.18	3.96	3.83	3.76	3.72	3.75	3.75	3.75
WIBOR 3M (koniec okresu)	5.13	4.83	4.72	4.62	4.36	4.12	3.89	3.80	3.70	3.75	3.74	3.76	3.75
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.76	4.47	4.36	4.31	4.08	3.82	3.66	3.53	3.50	4.22	4.22	4.12	3.87
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.56	4.26	4.24	4.31	4.13	3.87	3.99	3.63	3.47	4.66	4.47	4.79	4.01
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	4.91	4.75	4.74	4.82	4.67	4.54	4.52	4.30	4.26	5.39	5.09	5.46	4.77
EUR/PLN (koniec okresu)	4.24	4.27	4.27	4.27	4.25	4.24	4.23	4.21	4.22	4.29	4.26	4.23	4.30
USD/PLN (koniec okresu)	3.62	3.73	3.66	3.63	3.68	3.66	3.60	3.54	3.58	3.74	3.65	3.64	3.77
EUR/USD (koniec okresu)	1.17	1.14	1.17	1.17	1.16	1.16	1.18	1.19	1.18	1.15	1.17	1.16	1.14
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	119.7	156.7	172.0	201.4	227.1	244.9	275.7	3.7	48.5	69.5	89.3	108.2	123.7
Def. budżetowy skum. (% planu)*	43%	57%	62%	73%	82%	89%	100%	1%	18%	26%	33%	40%	46%

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	4145	4394
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	29566	31350
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	3.8	3.0
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)	#N/A	#N/A	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	5.30	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 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