



Wrzesień 2026

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciółek, CFA
Anastazja Nagórka

Citi Monthly

Fiskalna jesień

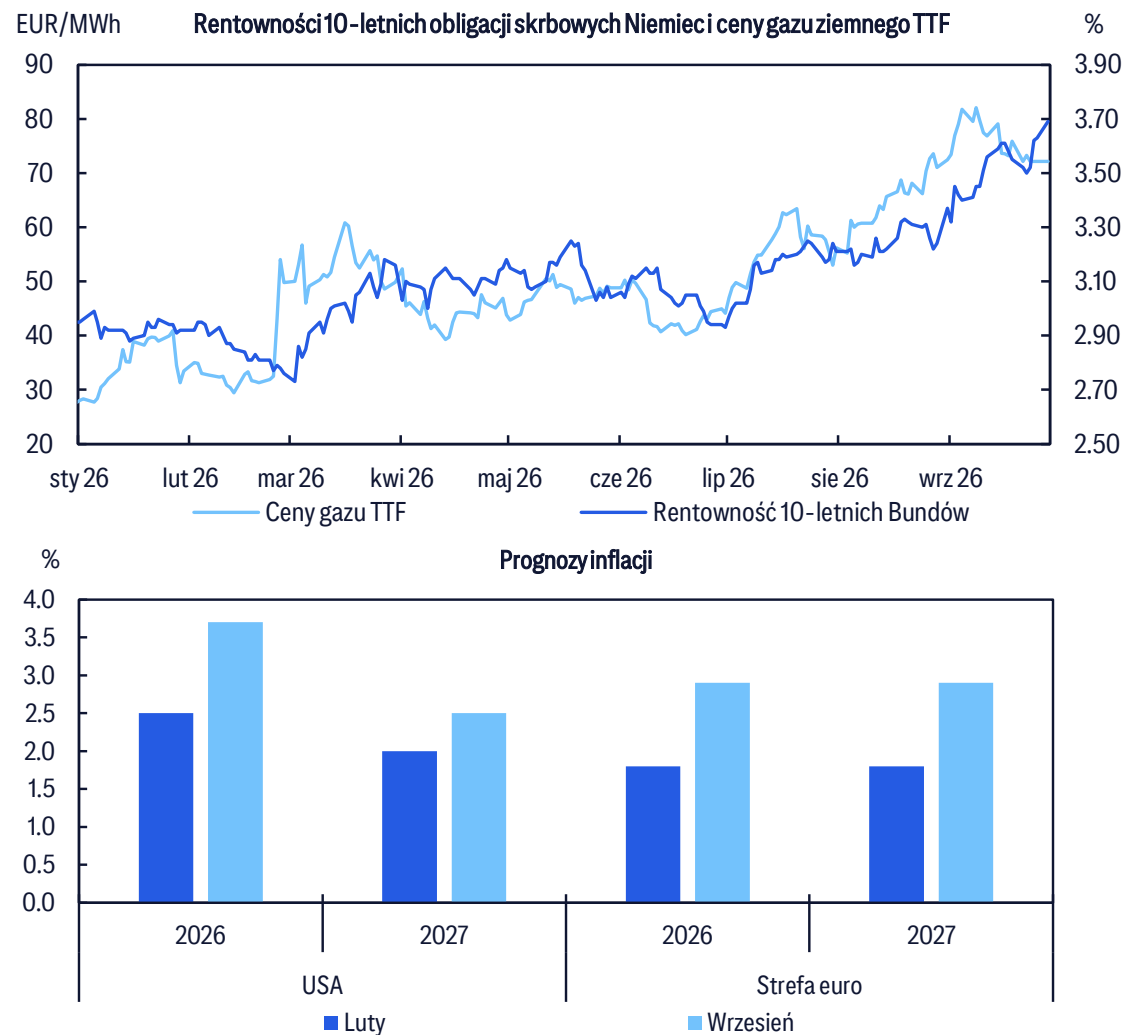
Podsumowanie

- Coraz poważniejszym źródłem ryzyka staje się sytuacja fiskalna w Polsce. Planowany deficyt budżetowy pozostanie wysoki i nie przewiduje istotnego zacieśnienia polityki fiskalnej w najbliższym czasie. W połączeniu z rosnącymi rentownościami oznacza to szybko rosnące koszty obsługi długu, które w kolejnych latach mogą ograniczać przestrzeń na inne wydatki publiczne. W tej sytuacji agencja Moody's obniżyła rating Polski do A3, jednak decyzja ta nie miała większego wpływu na notowania rynkowe.
- Napięcia budżetowe nakładają się na trudniejsze otoczenie zewnętrzne – rosnące ryzyko przedłużającego się konfliktu na Bliskim Wschodzie winduje ceny ropy i gazu, podsycając globalną presję inflacyjną. W odpowiedzi na te wydarzenia banki EBC i Fed podniosły stopy procentowe, a rynki finansowe wyceniają kolejne podwyżki w najbliższych miesiącach.
- Na tym tle krajowa aktywność gospodarcza lekko wyhamowała w sierpniu. Po mocnym II kwartale oczekujemy łagodnego spowolnienia wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, przy jednocześnie wciąż silnym wzroście nakładów inwestycyjnych. Rynek pracy przechodzi podobną, stopniową normalizację.
- Rosnące koszty surowców oraz presja płacowa przekładają się jednak na perspektywy inflacyjne. W sierpniu inflacja zbliżyła się do górnej granicy celu NBP i naszym zdaniem już we wrześniu przekroczy go na dłużej. Wzrost CPI będzie napędzany głównie drożącymi paliwami i prawdopodobnymi podwyżkami cen energii, choć inflacja bazowa również utrzymuje się na podwyższonym poziomie.
- W efekcie Rada Polityki Pieniężnej w najbliższych miesiącach może rozważyć podwyżki stóp procentowych. Naszym zdaniem taka dyskusja może nastąpić już w listopadzie, a ostateczna decyzja zapewne będzie zależała od wyniku najnowszej projekcji NBP.

Otoczenie zewnętrzne

Zacieśnianie powraca

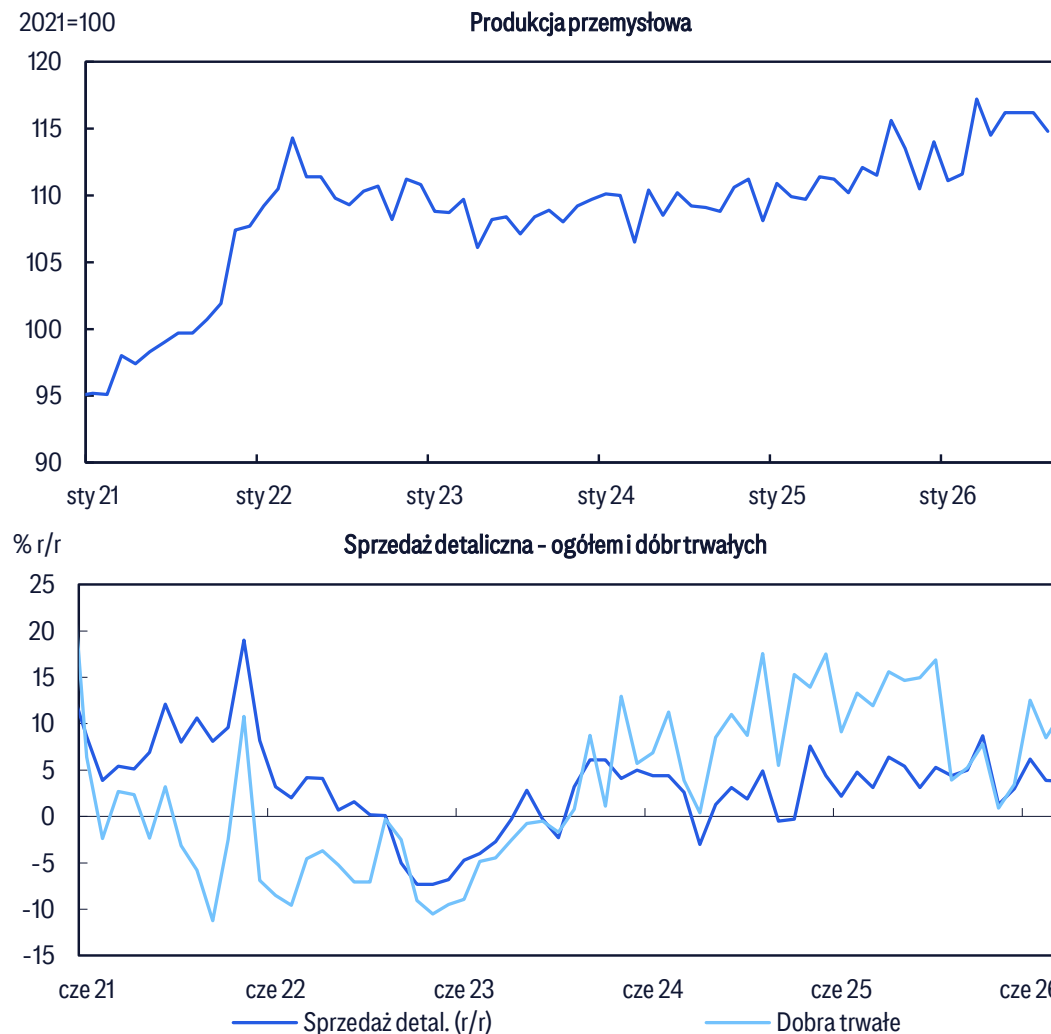
- Słabnące nadzieje na szybkie zakończenie trwającego już 7 miesięcy konfliktu na Bliskim Wschodzie ponownie skierowały uwagę rynków na surowce energetyczne. Od lipcowego dołka cena ropy Brent wzrosła o niemal 50%, a jeszcze silniejszy ruch zanotował gaz, którego notowania wzrosły o ok. 75%.
- Odbicie cen surowców nasiliło obawy o dalszy wzrost presji inflacyjnej, co zaostrzyło kurs banków centralnych i doprowadziło do globalnej wyprzedaży obligacji. Rentowności 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych wzrosły do najwyższego poziomu od 2007 r., a niemieckich Bundów – od 2009 r. Presję na rynek długu dodatkowo spotęgowały czynniki strukturalne, takie jak wysoki poziom długu publicznego, a także masowa emisja długu skarbowego oraz korporacyjnego związanego z AI.
- Pogarszające się perspektywy inflacyjne spotkały się ze zdecydowaną reakcją głównych banków centralnych. We wrześniu EBC ponownie zdecydował się na podwyżkę stóp o 25 pb, sprowadzając stopę depozytową do poziomu 2,50%. Bardziej jastrzębi od oczekiwań przekaz skłonił nas do zmiany prognoz – zamiast wcześniejszego założenia o zakończeniu zacieśniania po wrześniowym posiedzeniu, obecnie zakładamy jeszcze dwie podwyżki po 25 pb w grudniu oraz marcu.
- Do zaostrzenia polityki monetarnej dołączył również FOMC, podnosząc stopę funduszy federalnych do poziomu 3,75%-4,00%. Choć opublikowane wraz z decyzją projekcje członków Komitetu wskazują na co najwyżej dwa kolejne ruchy, wycena rynkowa pozostaje wyraźnie bardziej jastrzębia i zakłada łącznie aż cztery podwyżki.



Aktywność ekonomiczna

Sierpniowe spowolnienie

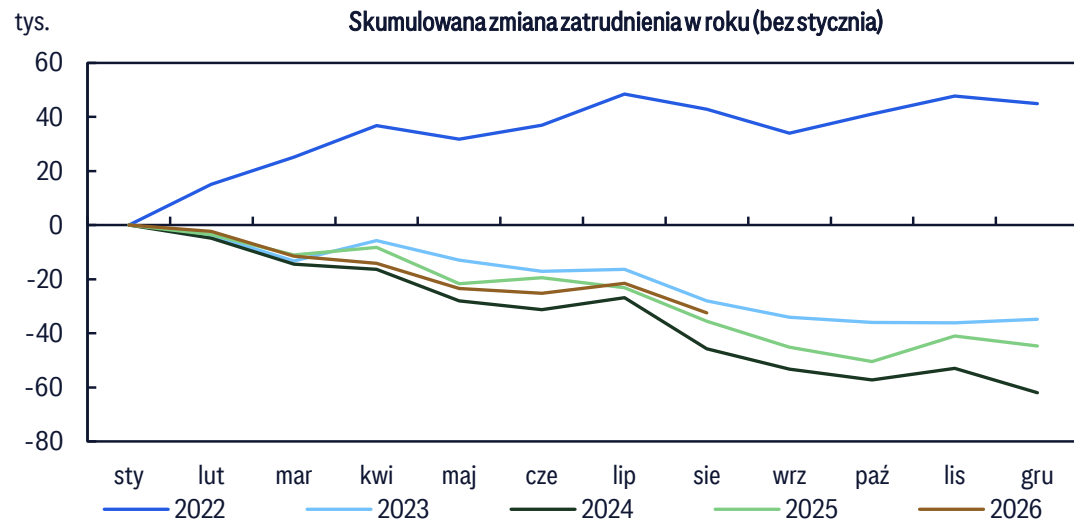
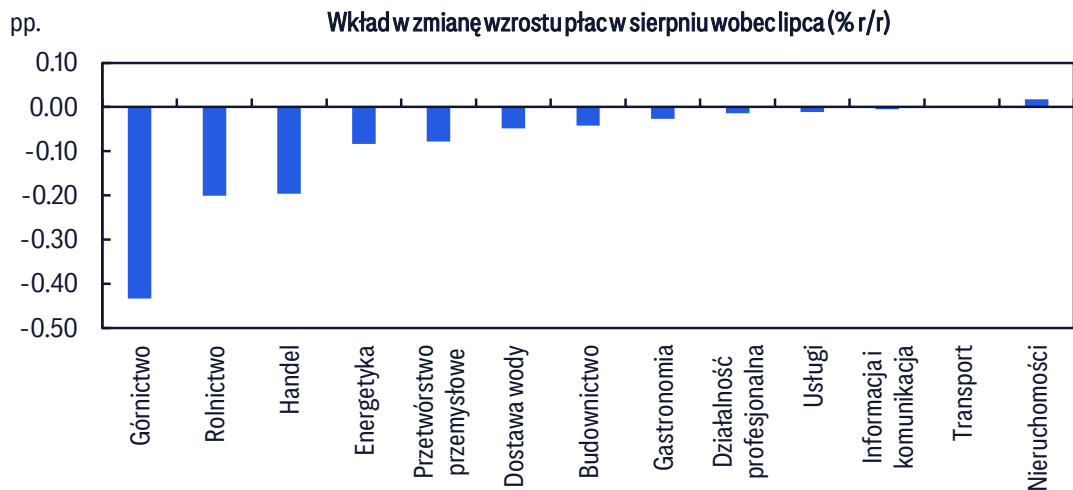
- W sierpniu dynamika produkcji przemysłowej wyhamowała do 4,3% r/r z 5,1% r/r w lipcu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań analityków (7,2% r/r) oraz naszej prognozy (7,0% r/r). Spowolnienie miało szeroki charakter i objęło większość branż. Słabszy odczyt traktujemy jednak raczej jako przejściową zadyszkę niż zmianę trendu, zwłaszcza że tempo wzrostu wciąż przewyższa średnią obserwowaną od początku roku (3,8% r/r).
- Poniżej oczekiwań uplasowała się również sprzedaż detaliczna, rosnąc o 3,8% r/r (konsensus: 4,5%, Citi: 4,3%) wobec 3,9% r/r w lipcu. Za słabszy wynik odpowiadały głównie paliwa, których wkład po wcześniejszych silnych miesiącach wygaś i drugi miesiąc z rzędu był bliski zeru (+0,2 pp wobec 0 pp w lipcu). W ujęciu miesięcznym i po odsezonowaniu sprzedaż odnotowała natomiast solidny wzrost o 1,0% m/m.
- Jednocześnie sprzedaż dóbr trwałego użytku zwiększyła się o 11,1% r/r, świadcząc o wciąż solidnej pozycji konsumentów. Niewykluczone jednak, że część popytu stanowiły zakupy w obawie przed wzrostem cen. W tym kontekście uwagę zwraca odwrócenie trendu wzrostowego wskaźnika nastrojów konsumenckich w dwóch ostatnich miesiącach, co w niedalekiej przyszłości może zwiastować ostrożniejsze decyzje zakupowe gospodarstw domowych.
- Po wyjątkowo silnym wzroście PKB o 3,9% r/r w II kwartale, w III kwartale oczekujemy spowolnienia do 3,5%. W całym roku wciąż spodziewamy się dynamiki rzędu co najmniej 3,5% r/r, napędzanej przez coraz silniejsze nakłady inwestycyjne.



Rynek pracy

Płace znów na ścieżce poniżej 6%

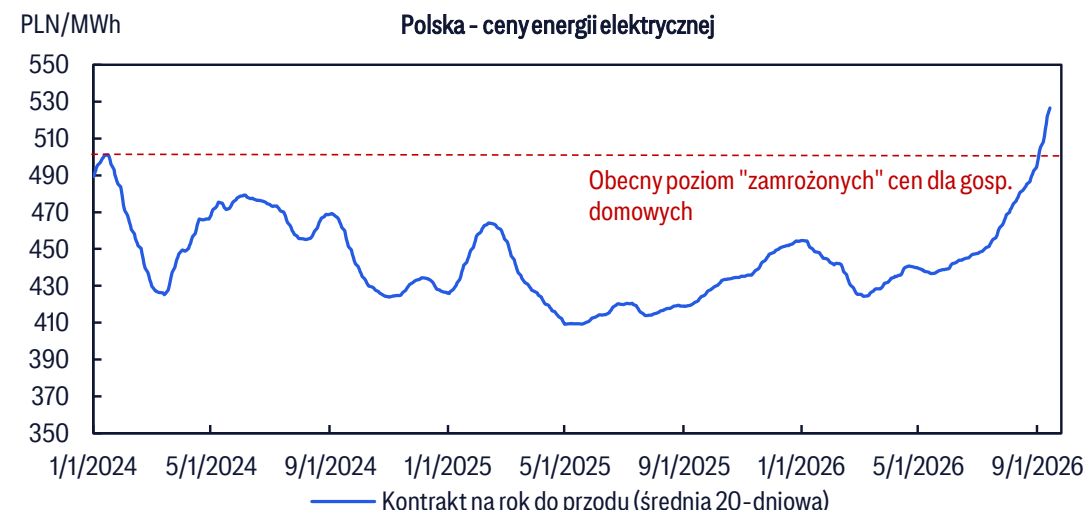
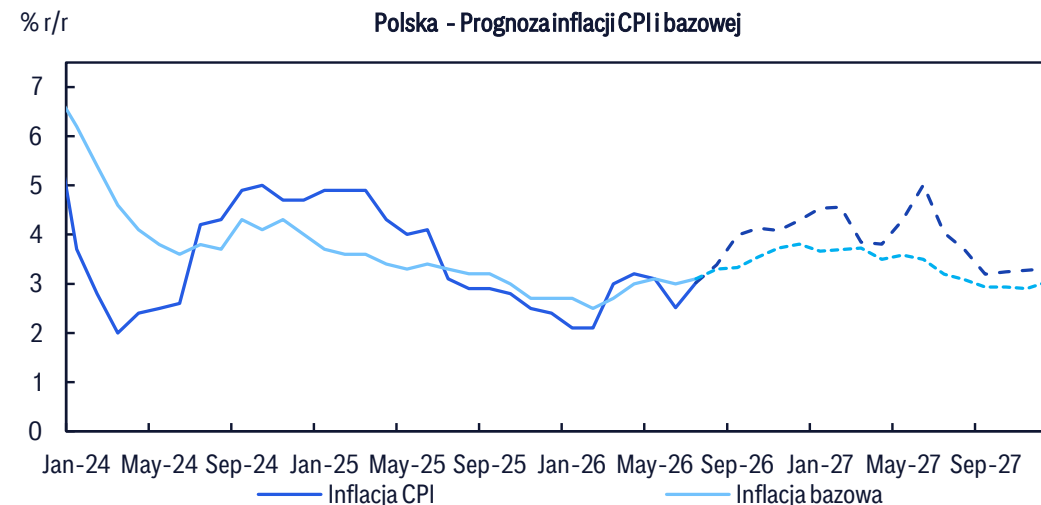
- Wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w lipcu wyraźnie się obniżył do 5,6% r/r z 6,8% odnotowanych w sierpniu. „Pęd” płac ponownie powrócił w okolice 6%, na co wskazują nasze szacunki bazujące na odsezonowanych danych, licząc średnie za ostatnie trzy oraz sześć miesięcy.
- O ile prawie wszystkie główne branże w sektorze przedsiębiorstw notowały spadki w ujęciu miesiąc do miesiąca, to za szczególnie silny ujemny wkład w zmianę wynagrodzeń w sierpniu odpowiadały górnictwo oraz rolnictwo. Pomimo faktu, że górnictwo oraz rolnictwo stanowią odpowiednio 1,8% oraz 0,5% zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw to ich ujemny wkład w roczne tempo wzrostu płac wynosił odpowiednio 0,4 pkt. proc. oraz 0,2 pkt. proc., łącznie „konsumując” połowę różnicy we wzroście płac między sierpniem a lipcem.
- Zmiana zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oscyluje od początku roku w przedziale od -0,8% r/r do -0,9% r/r i ścieżka nie odbiega istotnie od tej obserwowanej w latach ubiegłych (wykres z prawej pomija dane ze stycznia, kiedy następuje zmiana próbki przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 pracowników). W danych o bezrobociu również nie widać istotnych zmian w sytuacji na rynku pracy.
- Po ubiegłorocznej zmianie w przepisach dotyczących rejestracji bezrobotnych, stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w okolice 6%. Jednocześnie zwiększyła się różnica między bezrobociem rejestrowanym i bezrobociem według BAEL do 2,6pp (według stanu na koniec II kw.).



Inflacja

Inflacja już wkrótce poza celem

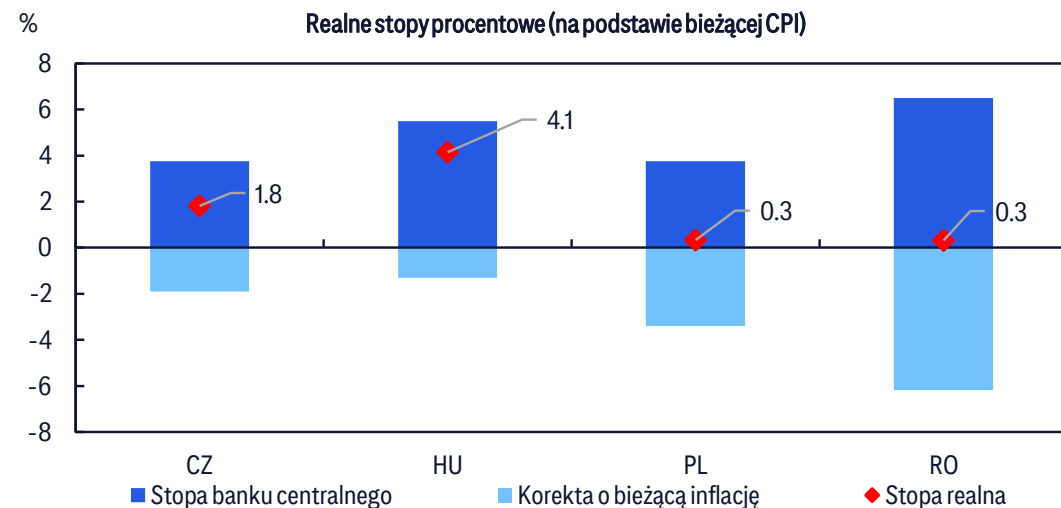
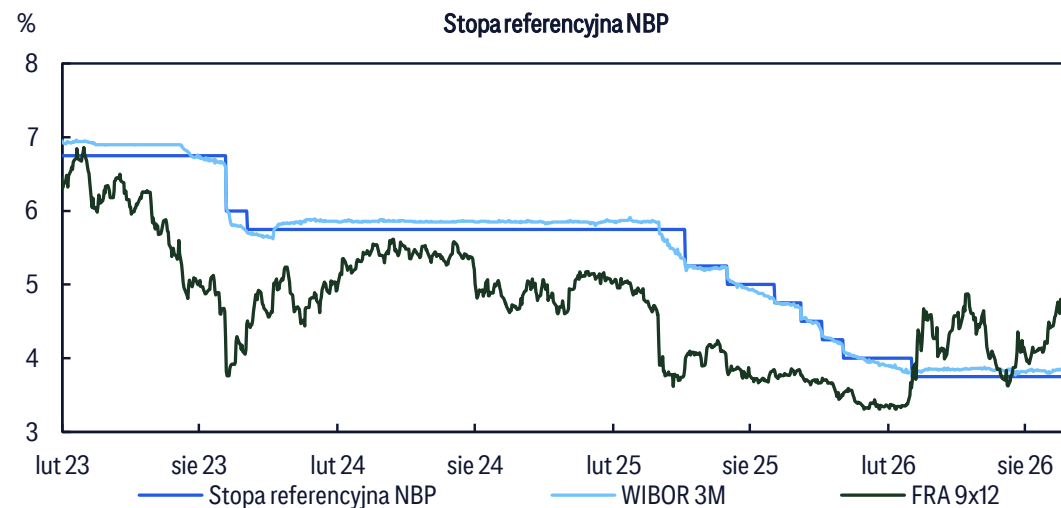
- Sierpień pozostanie najprawdopodobniej na dłuższy czas ostatnim miesiącem z inflacją pozostającą w granicach celu banku centralnego (1,5–3,5%) - wskaźnik CPI wzrósł wówczas do 3,4% r/r. Jednocześnie nasze szacunki sugerują, że w ostatnim kwartale tego roku inflacja przekroczy 4%. Co prawda, dużo będzie zależało od cen paliw i energii, ale dotychczasowe tendencje nie dają powodów do optymizmu.
- Eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie sugeruje, że należy się liczyć ze scenariuszem przedłużającego się szoku kosztowego. Ceny oleju napędowego na krajowych stacjach są o około 50% wyższe niż rok wcześniej, a ceny benzyny o około 35%. Gdyby taryfy na prąd i gaz miały w styczniu wzrosnąć do poziomów spójnych z obecnymi cenami rynkowymi, podwyżki musiałyby sięgnąć odpowiednio 30% oraz 70%. Można przypuszczać, że część tego szoku zostanie zaabsorbowana przez działania po stronie fiskalnej (obniżka podatków lub częściowe mrożenie taryf), jednak trudno liczyć, że przy takiej skali zmian cen, nie dojdzie do przeniesienia na inne kategorie koszyka CPI.
- Jakiegolwiek prognozy inflacyjne w obecnych warunkach muszą mieć charakter scenariuszowy. Niemniej warto odnotować, że jeżeli ceny ropy będą kształtować się na poziomie zbliżonym do kontraktów terminowych, a rachunki za gaz i prąd wzrosną zaledwie o 10%, inflacja w pierwszej połowie 2027 roku pozostanie powyżej 4%, chwilowo ocierając się nawet o 5%. Ten scenariusz jest i tak ostrożny i zakłada tylko umiarkowane przeniesienie się szoku kosztowego na inflację bazową w Polsce.



Polityka pieniężna

Krok bliżej do podwyżek

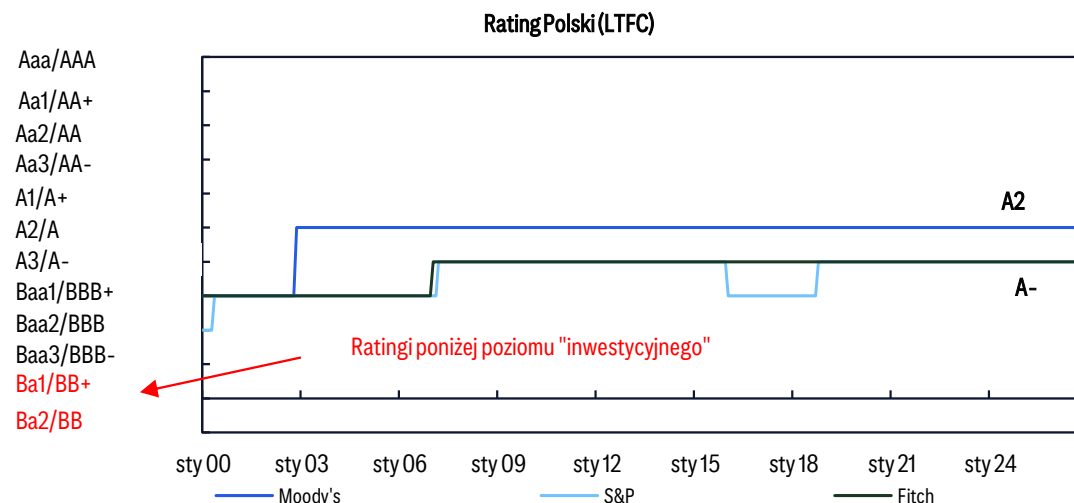
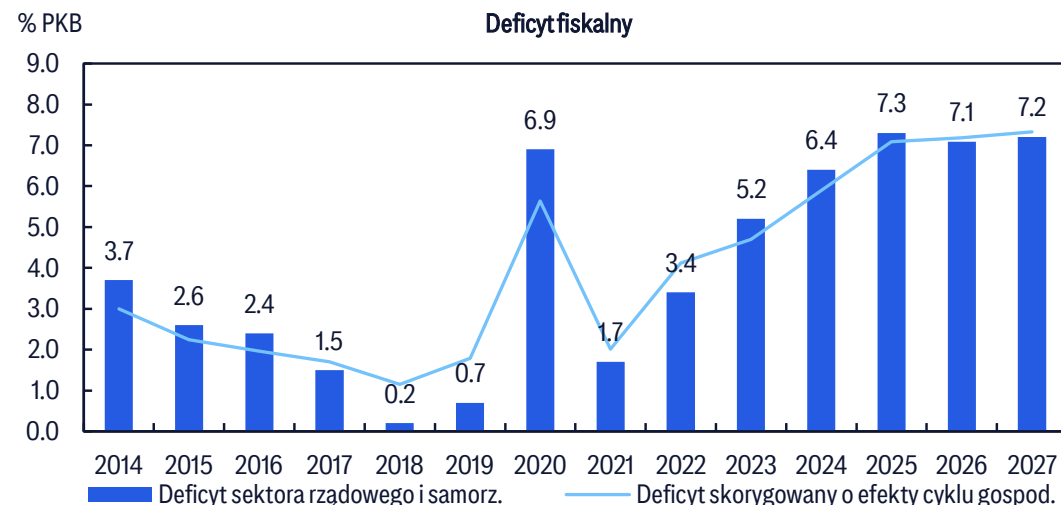
- Od lipcowego posiedzenia, po którym przedstawiciele NBP sugerowali obniżki stóp, wiele się zmieniło. Skala szoku energetycznego przemodelowała całą ścieżkę inflacyjną, czyniąc prognozy z ostatniej projekcji NBP zupełnie nieaktualnymi. Zamiast spadku inflacji poniżej 3%, realnym staje się scenariusz z 4-5% inflacją w pierwszej połowie przyszłego roku. Do tego podwyżki stóp procentowych przez EBC oraz Fed, a także oczekiwania kolejnych podwyżek w najbliższej przyszłości, zmieniają międzynarodowy kontekst dla polskiej polityki pieniężnej.
- Zazwyczaj banki centralne starają się ignorować szoki podażowe, polegające na wzroście cen ropy naftowej. Takiej też reakcji spodziewaliśmy się w poprzednich miesiącach i RPP rzeczywiście podążała tą ścieżką. Niemniej skala i uporczywość szoku sprawiają, że nie można już go traktować jako przejściowego. Jednocześnie ryzyko rozlania się wyższych cen energii na inne sektory gospodarki staje się coraz poważniejszym zagrożeniem.
- Biorąc to wszystko pod uwagę, po wrześniowym posiedzeniu RPP wpisaliśmy do naszego scenariusza podwyżki stóp procentowych w Polsce. Spodziewamy się, że w ciągu najbliższych sześciu miesięcy RPP może podnieść stopy dwu-trzykrotnie (do 4,25-4,50%), przy czym pierwszy ruch może być rozważany już na listopadowym posiedzeniu. W świetle dotychczasowych wypowiedzi przedstawicieli RPP można przypuszczać, że budowanie konsensusu dla takich działań nie będzie łatwe (i istnieje ryzyko opóźnienia podwyżek), ale czas wydaje się grać na korzyść jastrzębi w banku centralnym.



Polityka fiskalna

Fiskalna jesień

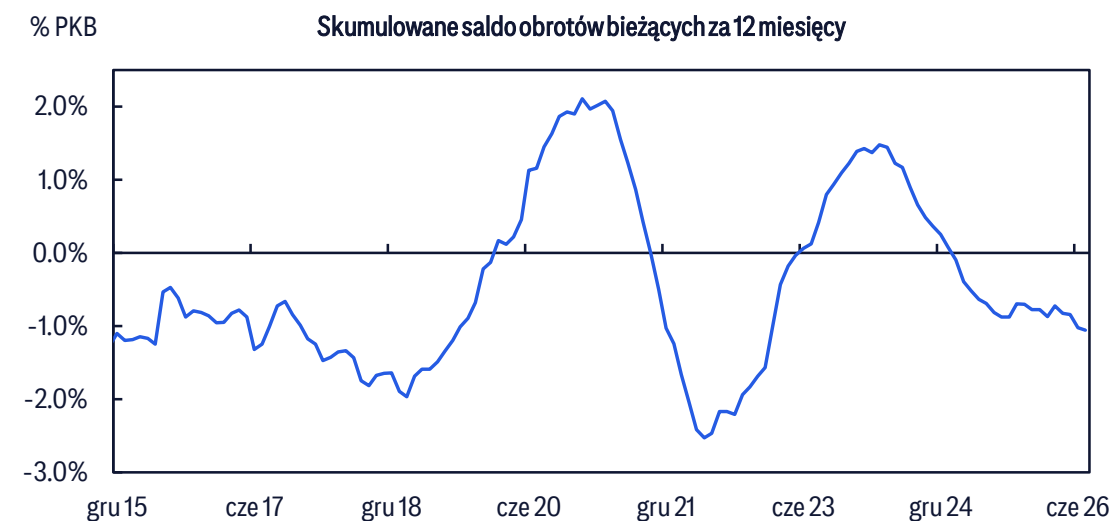
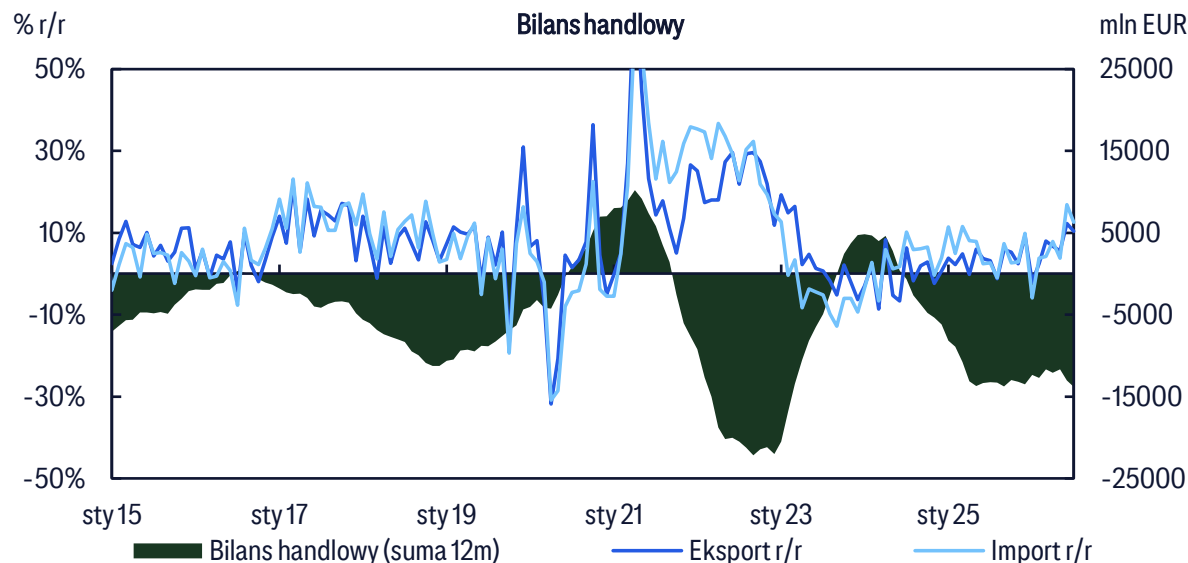
- Jeżeli wrzesień pod względem makroekonomicznym miał jakiś przewodni temat, była nim pogarszająca się sytuacja budżetowa. Po pierwsze, zaprezentowany przez Ministerstwo Finansów projekt budżetu założył deficyt na wyjątkowo wysokim poziomie 7,1% PKB zarówno w 2026 jak i 2027 roku, nie przewidując żadnego istotnego zacieśnienia fiskalnego w najbliższym czasie. Po drugie, agencja Moody's obniżyła długoterminowy rating Polski o jeden stopień do A3 z A2, zwracając uwagę na niedziałające w pełni reguły fiskalne.
- Do sytuacji fiskalnej można podchodzić w różny sposób, ale to co w naszej ocenie powinno przede wszystkim niepokoić to połączenie szybkiego wzrostu długu i jednoczesnego wzrostu rentowności. Gdyby rentowności ustabilizowały się na obecnym poziomie, w ciągu pięciu lat wydatki na odsetki od długu przekroczyłyby 4% PKB (wobec 1,5% PKB w 2022 roku). Tym samym aby utrzymać deficyt na poziomie 3% sektor rządowy i samorządowy musiałby mieć jednocentową nadwyżkę pierwotną. W praktyce oznacza to, że przestrzeń dla innych wydatków niż płatności odsetkowe (na wydatki społeczne, obronność, ochronę zdrowia) musiałby spaść w relacji do PKB. A to wszystko w scenariuszu bez dalszego wzrostu rentowności rynkowych.
- Biorąc to pod uwagę, można przypuszczać, że jakaś forma zacieśnienia fiskalnego zostanie ostatecznie wymuszona przez krajowe reguły fiskalne dotyczące poziomu długu. Niemniej może to nastąpić dopiero około 2029, a więc w momencie gdy poziom długu, a przez to również poziom kosztów jego obsługi, będzie już wysoki.



Bilans płatniczy

Deficyt rośnie

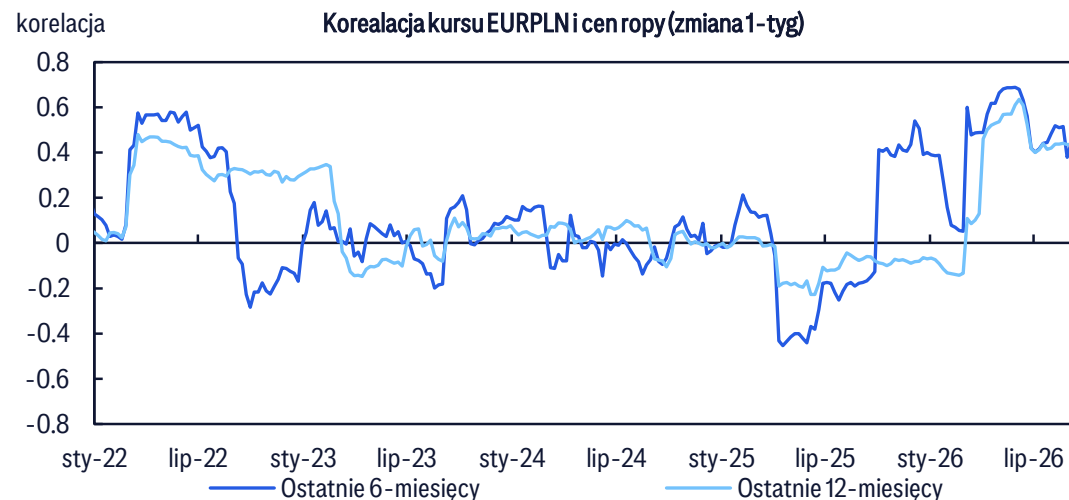
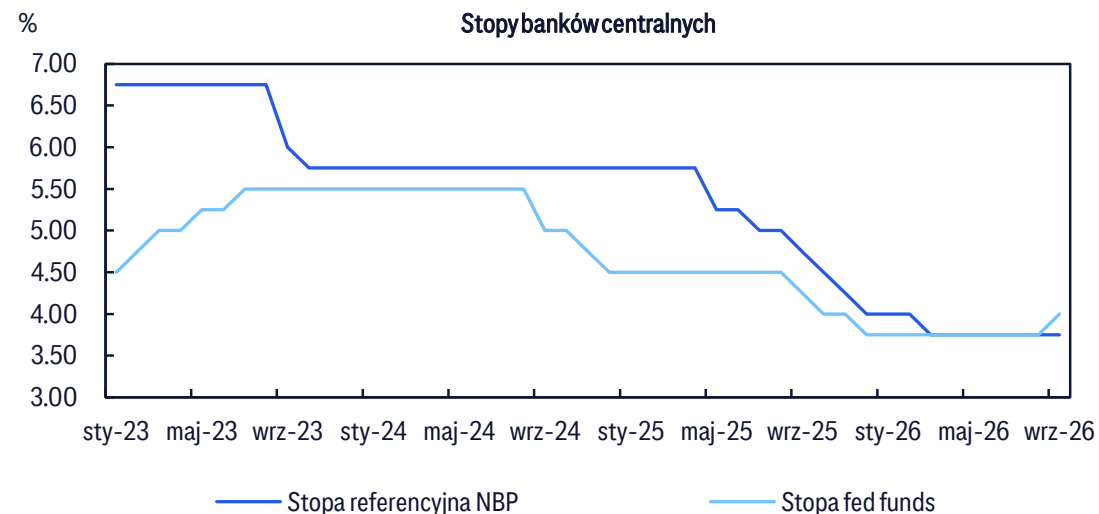
- Lipiec przyniósł dalsze pogorszenie salda rachunku obrotów bieżących. Deficyt pogłębił się do 2 419 mln euro z 2 216 mln euro w czerwcu, co było zasadniczo zgodne z oczekiwaniami analityków (-2 471 mln euro) oraz nieco powyżej naszej prognozy (-2 632 mln euro).
- Komponenty wymiany handlowej utrzymały dwucyfrowe wzrosty (eksport: 10,3% r/r, import: 12,6% r/r), niemniej przewaga wolumenu wielkości importu nad eksportem doprowadziła do nierównowagi na saldzie wymiany handlowej w wysokości -1843 mln euro.
- Według komentarza NBP, największy wpływ na wzrost importu miały dobra inwestycyjne, w szczególności sprzęt komputerowy. Silny wzrost odnotowano także w segmencie samochodów osobowych i dóbr trwałego użytku. W efekcie zmianie uległa struktura geograficzna importu, wysuwając Chiny na pozycję największego dostawcy towarów do Polski.
- Pomimo odporności eksportu i stopniowej poprawy w krajowym przetwórstwie, przestrzeń do poprawy rachunku bieżącego w najbliższych miesiącach będzie ograniczona. Istotnym obciążeniem pozostają ceny surowców energetycznych, a presję na bilans handlowy dodatkowo nasila rosnący napływ towarów z Chin.
- 12-miesięczny skumulowany deficyt na rachunku bieżącym pogłębił się do 1,1% PKB. Pogorszenie bilansu płatniczego pozostaje jednak bez większego wpływu na złotego, którego notowania pozostają zdominowane przez czynniki globalne.



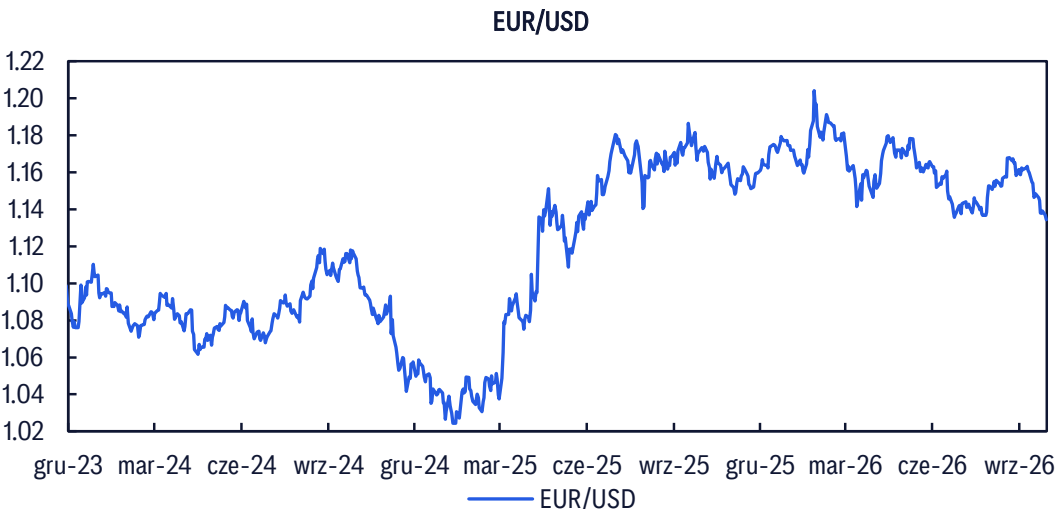
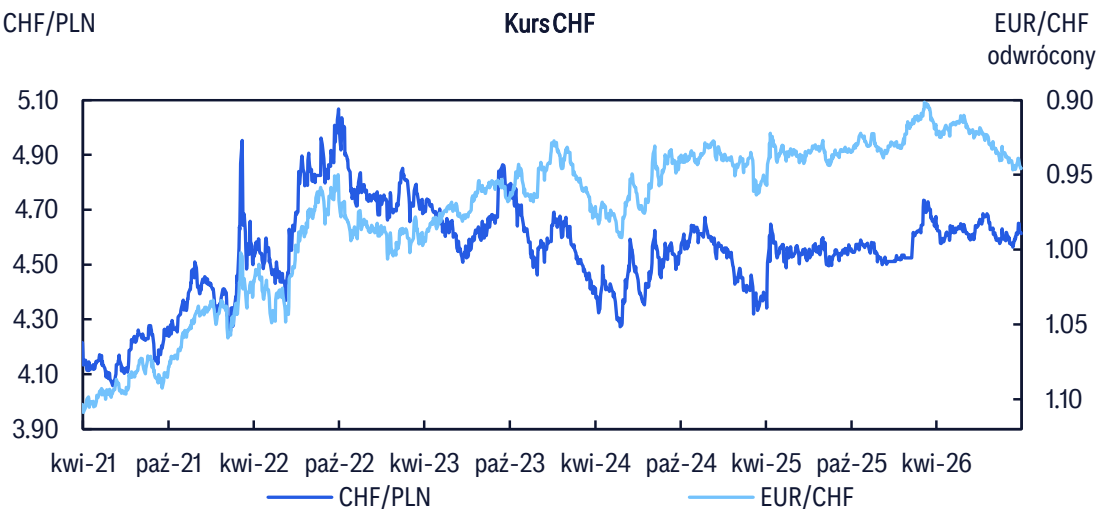
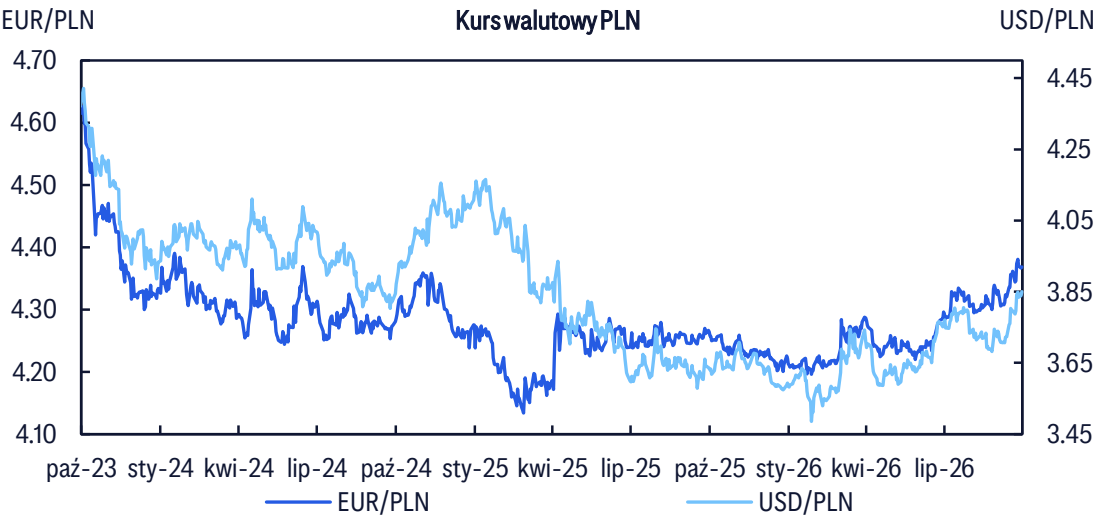
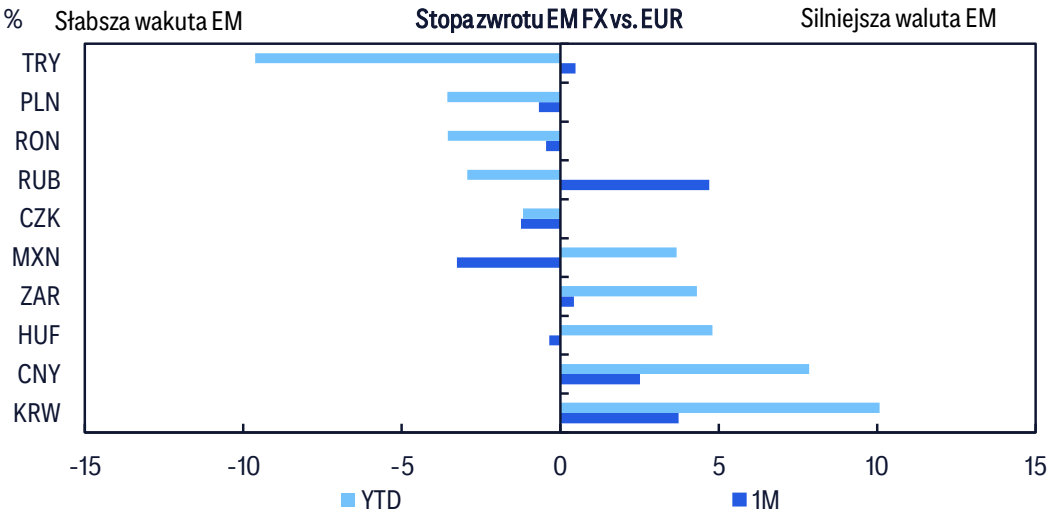
Rynek walutowy

Złoty traci na wartości

- Złoty kontynuował we wrześniu osłabienie wobec walut bazowych, tracąc blisko 1% w relacji do euro oraz 3% do dolara. Ruch na złotym wpisywał się w szerszą rynkową narrację prowadzącą do umocnienia amerykańskiej waluty oraz osłabienia walut rynków wschodzących.
- Zmiany na rynku walutowym w dużym stopniu motywowane są oczekiwaniami w polityce pieniężnej oraz sytuacją geopolityczną. Podwyżki stóp procentowych w strefie euro oraz przede wszystkim w USA powodują zwiększenie zainteresowania inwestorów lokowaniem kapitału na rynkach bazowych. Inwestorzy szukający możliwości lokowania kapitału w kraju z wyższą stopą zwrotu (tzw. *carry trade*) mogą preferować rynki, które powinny być bardziej odporne na kryzysy. Ponadto, po ostatniej podwyżce stóp procentowych w USA, stawka referencyjna ustalana przez NBP jest już o 25 pb niższa niż stopa Fed.
- Złoty wciąż pozostaje wrażliwy na zmiany cen ropy, wynikające przede wszystkim z doniesień na temat możliwości zwiększenia transportu przez cieśninę Ormuz. Warto jednak zaznaczyć, że korelacja kursu EUR/PLN z ropą Brent obniżyła się z blisko 70% pod koniec maja, do niecałych 40% obecnie.
- Naszym zdaniem ostatnie osłabienie złotego do pewnego stopnia odzwierciedla niechęć RPP do podwyżek stóp procentowych oraz ryzyko wzrostu inflacji w najbliższych miesiącach. Naszym zdaniem jednak jeszcze przed końcem tego roku stopy procentowe w Polsce wzrosną, co powinno wspierać powrót pary EUR/PLN w okolice poziomu 4,32 do grudnia.



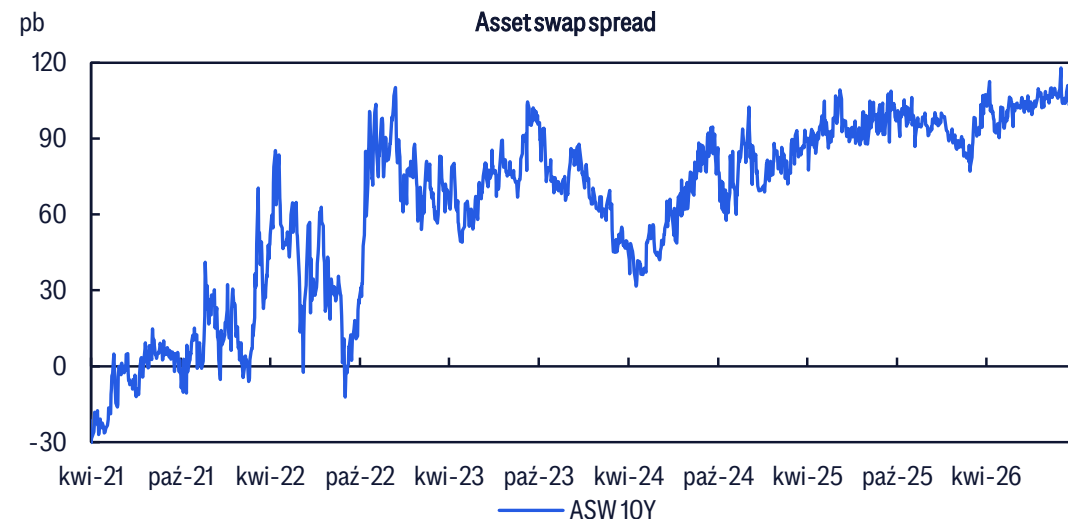
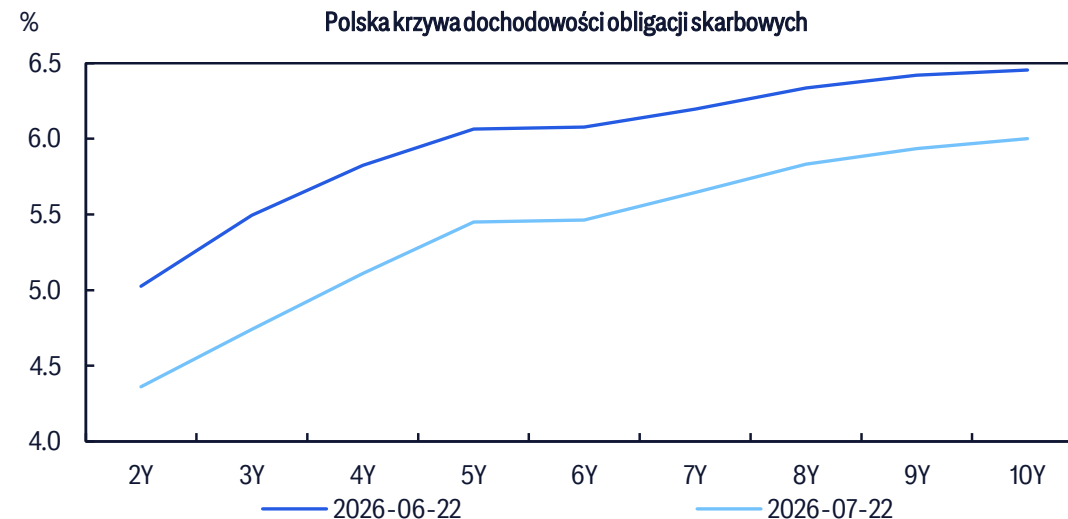
Rynek walutowy



Rynek długu

Powyżej 6%

- We wrześniu obserwowaliśmy ponownie presję na wzrost rentowności polskich obligacji skarbowych, a ruch sięgał od ponad 35 pb na dłuższym końcu krzywej do ponad 60 pb na krótszym końcu. W efekcie doszło do wypłaszczenia krzywej dochodowości, częściowo odzwierciedlającego wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Polsce.
- Wydarzeniem, które przyciągało sporo uwagi w minionym miesiącu było obniżka ratingu przez agencję Moody's. O ile taka zmiana stanowi istotny sygnał ostrzegawczy, to na pierwszy rzut oka nie prowadziło to do zauważalnej zmiany postrzegania polskiego rynku przez inwestorów. Ocena Moody's została obniżona do poziomów wyznaczanych przez agencje S&P oraz Fitch. O ile spread ASW (stanowiący różnicę między rentownością obligacji oraz swapami na stopę procentową denominowanymi w PLN) w sektorze 10-letnim jest szeroki w ujęciu historycznym i utrzymuje się powyżej 100 pb, to po samej rewizji ratingu nie doszło do jego powiększenia. Ostatnia wrześniowa aukcja obligacji skarbowych nie dała również podstaw do obaw o problemy z finansowaniem budżetu (przynajmniej w krótkim terminie), gdyż popyt na papiery emitowane przez MF okazał się jednym z najwyższych w bieżącym roku.
- Naszym zdaniem obecne notowania polskich obligacji skarbowych w dużym stopniu odzwierciedlają ryzyko inflacyjne wynikające z sytuacji geopolitycznej. Biorąc pod uwagę wysoką zmienność na rynkach dłużnych, widzimy pole do przynajmniej częściowej korekty ostatniego wzrostu rentowności obligacji skarbowych, co prowadziłoby notowania papierów 10-letnich w stronę 6% do końca roku.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2025					2026							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	0.7	7.6	3.2	-1.1	7.3	-1.5	1.3	7.5	2.9	4.1	7.4	4.9	4.3
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-7.1	16.3	5.3	-9.4	-0.2	-6.1	2.6	15.2	-7.3	-0.7	1.8	-2.0	-7.6
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	1.1	8.4	3.3	-1.3	8.0	-3.2	-0.1	7.1	1.6	2.7	6.3	4.1	3.4
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-7.0	0.2	4.2	0.1	4.5	-12.9	-13.7	0.6	4.5	3.9	5.2	-2.3	6.7
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	3.1	6.4	5.4	3.1	5.3	4.4	5.0	8.7	1.3	3.0	6.2	3.9	3.8
Stopa bezrobocia (%)	5.5	5.6	5.6	5.6	5.7	6.0	6.1	6.1	6.0	5.9	5.8	5.8	5.8
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2.9	2.9	2.8	2.5	2.4	2.1	2.1	3.0	3.2	3.1	2.5	3.0	3.4
Inflacja (% m/m)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.7	0.3	1.1	0.6	-0.3	-0.5	0.8	0.3
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.3	-1.4	-2.2	-2.3	-2.5	-2.6	-2.0	1.2	2.1	2.4	1.9	3.1	4.2
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.5	-0.5	-0.3	0.1	-0.4	-0.3	0.4	3.0	0.6	0.0	0.1	1.0	0.6
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	7.1	7.5	6.6	7.1	8.6	6.1	6.1	6.6	5.4	5.8	5.9	6.8	5.6
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-2593	-797	1767	-402	-2194	1312	-632	272	-1541	-1360	-2216	-2419	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-2155	-1025	434	-1097	-2306	293	-1003	-457	-1972	-1212	-1469	-1843	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	25031	30105	32313	29780	27272	27910	28929	32592	30636	30272	32002	31369	-
Eksport (% r/r)	-1.3	5.9	5.2	2.4	9.4	-2.1	2.5	7.9	6.7	5.5	12.3	10.3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	27186	31130	31879	30877	29578	27617	29932	33049	32608	31484	33471	33212	-
Import (% r/r)	-1.0	7.4	2.7	2.9	9.8	-5.9	3.8	4.2	7.8	3.8	16.9	12.6	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2025					2026							
	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	11.1	11.1	10.6	10.6	10.4	10.0	10.6	11.5	11.3	11.0	11.8	11.3	11.3
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.7	9.2	8.3	8.1	8.4	8.2	8.4	9.3	9.2	9.2	9.9	10.1	9.8
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	11.8	12.2	11.6	11.4	14.4	12.0	14.1	14.1	14.4	13.8	10.9	11.4	12.3
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2.7	3.1	3.3	3.6	4.1	4.5	4.8	5.3	5.3	5.7	6.5	6.8	7.2
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	9.1	8.6	9.2	10.8	9.0	10.4	11.5	12.0	11.5	11.4	9.1	8.6	8.2
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
WIBOR 3M (średnio)	4.78	4.65	4.46	4.18	3.96	3.83	3.76	3.72	3.75	3.75	3.75	3.72	3.73
WIBOR 3M (koniec okresu)	4.72	4.62	4.36	4.12	3.89	3.80	3.70	3.75	3.74	3.76	3.75	3.72	3.70
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.36	4.31	4.08	3.82	3.66	3.53	3.50	4.22	4.22	4.12	3.87	3.95	4.10
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.24	4.31	4.13	3.87	3.99	3.63	3.47	4.66	4.47	4.79	4.01	4.06	4.29
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	4.74	4.82	4.67	4.54	4.52	4.30	4.26	5.39	5.09	5.46	4.77	4.99	5.50
EUR/PLN (koniec okresu)	4.27	4.27	4.25	4.24	4.23	4.21	4.22	4.29	4.26	4.23	4.30	4.31	4.33
USD/PLN (koniec okresu)	3.66	3.63	3.68	3.66	3.60	3.54	3.58	3.74	3.65	3.64	3.77	3.74	3.73
EUR/USD (koniec okresu)	1.17	1.17	1.16	1.16	1.18	1.19	1.18	1.15	1.17	1.16	1.14	1.15	1.16
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	172.0	201.4	227.1	244.9	275.7	3.7	48.5	69.5	89.3	108.2	123.7	141.1	151.1
Def. budżetowy skum. (% planu)*	62%	73%	82%	89%	100%	1%	18%	26%	33%	40%	46%	52%	56%

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1099	1164
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4156	4430
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	29388	31111
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	3.6	3.1
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	7.6	1.1
Konsumpcja (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.0	2.8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	2.7	2.6
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	7.2	4.2
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	7.1	3.2
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	4.3	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.2	3.9
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	4.00	4.25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	0.21	2.54	7.02	5.88	5.84	3.99	4.19	4.44
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.95	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.81	3.81
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.78	3.81
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.32	4.30
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.32	4.30

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2026P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-17.1	-22.1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.6	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-15.2	-24.9	-29.0
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.9	424.3	435.2
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	406.1	449.2	464.2
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	46.0	46.7
Saldo dochodów pierwotnych	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-37.6	-39.8	-39.5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.3	-7.1	-7.2
Saldo pierwotne sektora	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-4.2	-4.2
Dług publiczny (Polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	38.9	44.1	49.1	52.9	56.8

Prognozy długoterminowe

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.3	0.2	3.0	3.6	3.6	3.1	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	14.3	11.5	3.6	3.6	3.2	3.9	2.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.6	-1.9	-2.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	6.75	5.75	5.75	4.00	4.00	4.25	4.25
USD/PLN (Koniec okresu)	4.39	3.94	4.13	3.60	3.81	3.81	3.82
USD/PLN (Średnia)	4.45	4.20	3.98	3.75	3.78	3.81	3.81
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.35	4.27	4.23	4.32	4.30	4.30
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.54	4.31	4.24	4.32	4.30	4.30

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