



Luty 2025

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciółek, CFA
Aleksandra Siuzdak

Citi Monthly

Europa w szoku

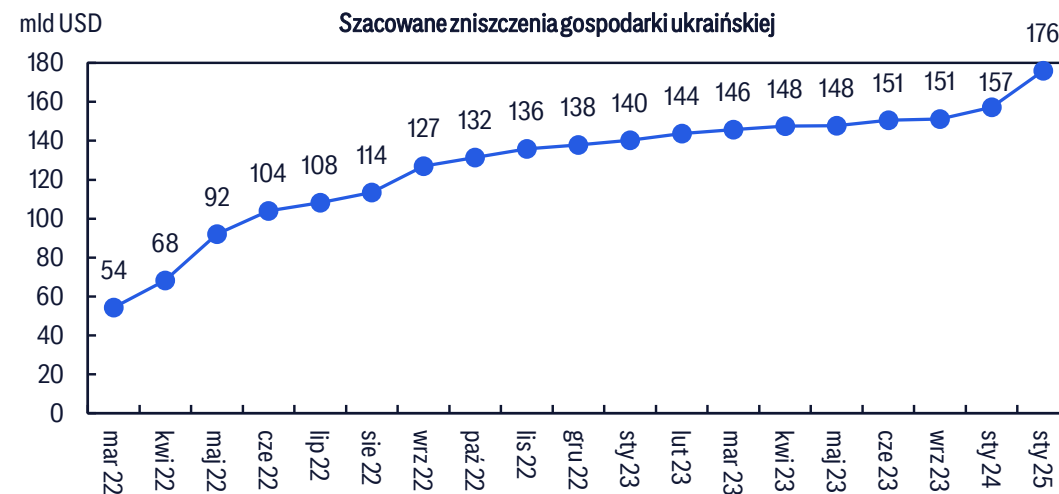
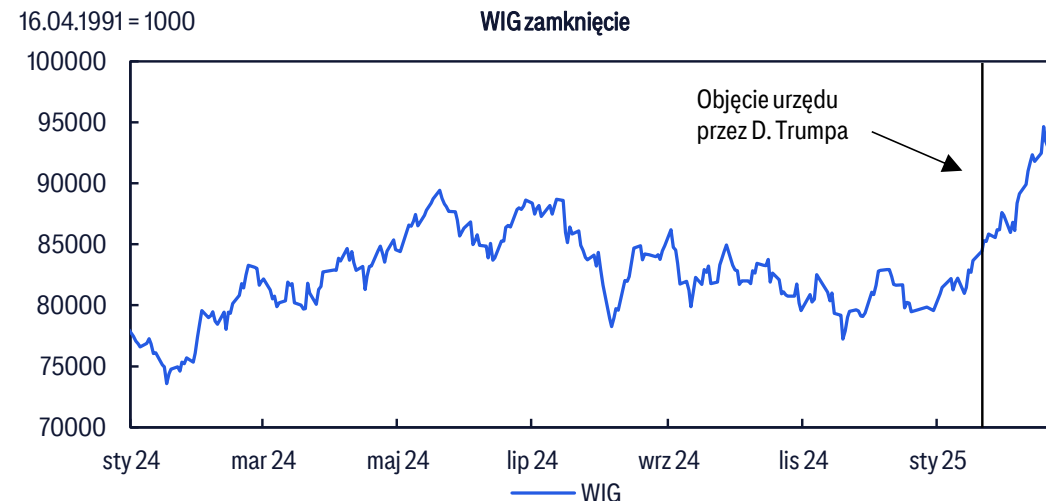
Podsumowanie

- Po inauguracji prezydenta Stanów Zjednoczonych reguły gry szybko zaczęły się zmieniać. Rozpoczęcie rozmów z Rosją automatycznie sprawiło, że inwestorzy zaczęli rozważać dwie istotne zmiany w dotychczasowym status quo: powrót rosyjskich surowców do światowego handlu oraz możliwe zakończenie wojny toczącej się w Ukrainie. Rynki zareagowały na te doniesienia, czego przejawem były wzrosty na warszawskiej giełdzie oraz umocnienie złotego.
- Perspektywa ograniczenia amerykańskiej obecności w Europie zszokowała europejskich decydentów. Wśród polityków i komentatorów można obecnie dostrzec większą akceptację dla scenariusza w którym duże zachodnioeuropejskie kraje zwiększają pomoc nie tylko dla Ukrainy, lecz również godzą się z koniecznością większych wydatków zbrojeniowych w kraju. Naszym zdaniem w takich okolicznościach można spodziewać się utrzymania wyśrubowanych wydatków również w Polsce, przy jednocześnie bardziej wyrozumiałym podejściu Komisji Europejskiej do kwestii wysokich deficytów.
- Polska gospodarka powoli wychodzi na prostą. Wzrost PKB w ostatnim kwartale 2024 roku przekroczył 3%, po raz kolejny mocno wybijając się na tle krajów regionu. Miesięczne dane pokazują również pozytywne tendencje w sprzedaży detalicznej, chociaż duża zmienność tego wskaźnika raczej zniechęca do wyciągania daleko idących wniosków. Podtrzymujemy pogląd, że w całym bieżącym roku wzrost gospodarczy może zbliżyć się do 4% (co byłoby wynikiem powyżej konsensusu ~3,4%, wg ankiety Bloomberg).
- Inflacja w styczniu okazała się wyższa od prognoz i dała bankowi centralnemu dobry argument aby poczekać dłużej z obniżkami stóp procentowych. Od kwietnia inflacja będzie jednak spadać, a dotychczasowe umocnienie złotego zapewne ostatecznie wzmocni ten trend, choć ten ostatni fakt nie jest jeszcze wystarczająco obecny w publicznej dyskusji. Spodziewamy się, że w drugiej połowie roku Rada Polityki Pieniężnej może przystąpić do stopniowych obniżek stóp procentowych.
- Kurs złotego w ujęciu realnym powrócił do bardzo silnych poziomów, ostatnio notowanych ~2008 roku.

Otoczenie geopolityczne

Miesiąc prezydentury D. Trumpa

- Trudno być zaskoczonym tym, że nowy prezydent USA postanowił zrobić dokładnie to, co wcześniej sygnalizował – wprowadzić cła, zwolnić część pracowników sektora publicznego, rozpocząć rozmowy z Rosją, czy też zmniejszyć obecność polityczną/militarną w Europie. Tempo tych zmian odbiło się jednak echem na rynkach finansowych.
- Część decyzji może stanowić tylko element strategii negocjacyjnej. Świadczyć o tym może fakt, że ogłoszone cła na import z Meksyku i Kanady (największych partnerów handlowych USA) niemal natychmiast zostały tymczasowo zawieszone. Negocjacje między krajami trwają i może się okazać, że po różnych wyłączeniach ostateczny wzrost średnich stawek celnych będzie znacznie mniejszy niż sugerują nagłówki
- Z punktu widzenia Europy bardzo istotnym elementem polityki nowej administracji USA będzie nie tylko poziom ceł, lecz również stanowisko Stanów Zjednoczonych w rozmowach z Rosją. Dotychczasowe wydarzenia sugerują, że Stany nie są gotowe zaangażować się w roli gwaranta pokoju w Ukrainie, a niepewność dotyczy również skali amerykańskiej obecności militarnej w krajach UE.
- Kwestie tego typu zazwyczaj są obiektem zainteresowań analityków geopolitycznych, a nie ekonomistów, ale tym razem zakres gwarancji bezpieczeństwa ma potencjalnie ogromne znaczenie również dla scenariuszy gospodarczych, szczególnie dla krajów Europy Środkowej.

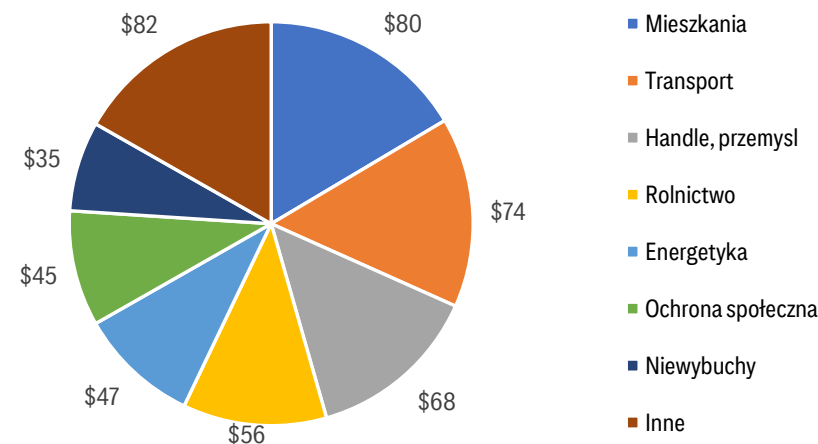


Otoczenie geopolityczne (c.d)

Szczegóły porozumienia będą kluczowe

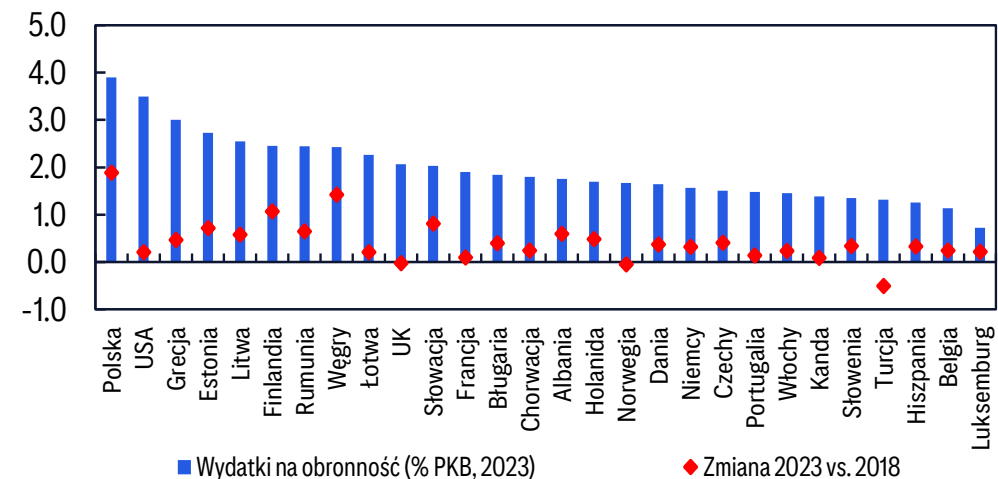
- Kwestia gwarancji bezpieczeństwa ze strony Stanów Zjednoczonych może wpływać na proces odbudowy Ukrainy. Gwarancje umożliwiłyby znaczny napływ kapitału prywatnego do Ukrainy, przyczyniając się do szybszego odbicia gospodarczego, co byłoby również korzystne dla polskich firm uczestniczących w procesie odbudowy. Z kolei bez gwarancji ożywienie może być słabsze, nie wykorzystując w pełni istniejącego potencjału. Nie można też wykluczyć, że po ewentualnym podpisaniu porozumień o zawieszeniu broni oraz po otwarciu granic napływ ukraińskich pracowników do Polski mógłby wręcz zyskać na sile.
- W procesie odbudowy Ukrainy mogą uczestniczyć również firmy. O ile związane z tym kontrakty mogą być bardzo istotne dla poszczególnych przedsiębiorstw, ich znaczenie dla całej gospodarki będzie zapewne mniejsze niż sugerowałyby entuzjastyczna reakcja rynkowa. W naszych scenariuszach spodziewamy się wpływu rządu około 0,2% PKB rocznie.
- Główną długoterminową konsekwencją „pokoju bez gwarancji” byłby znaczny wzrost wydatków zbrojeniowych w Europie. Polska już obecnie należy do krajów o największych budżetach na obronę narodową, więc trudno spodziewać się dalszego ich istotnego wzrostu. Można jednak zakładać, że w kolejnych latach wydatki te pozostałyby na bardzo wysokim poziomie, a ewentualne dostosowanie fiskalne musiałoby nastąpić poprzez cięcia w innych kategoriach wydatkowych. Jak już wielokrotnie sygnalizowaliśmy, taka zmiana w strukturze wydatków (więcej na zbrojenia, mniej na edukację/inwestycje) będzie zapewne ciężać na długoterminowym wzroście gospodarczym.

Ukraina - Koszty odbudowy (mld USD)



% PKB

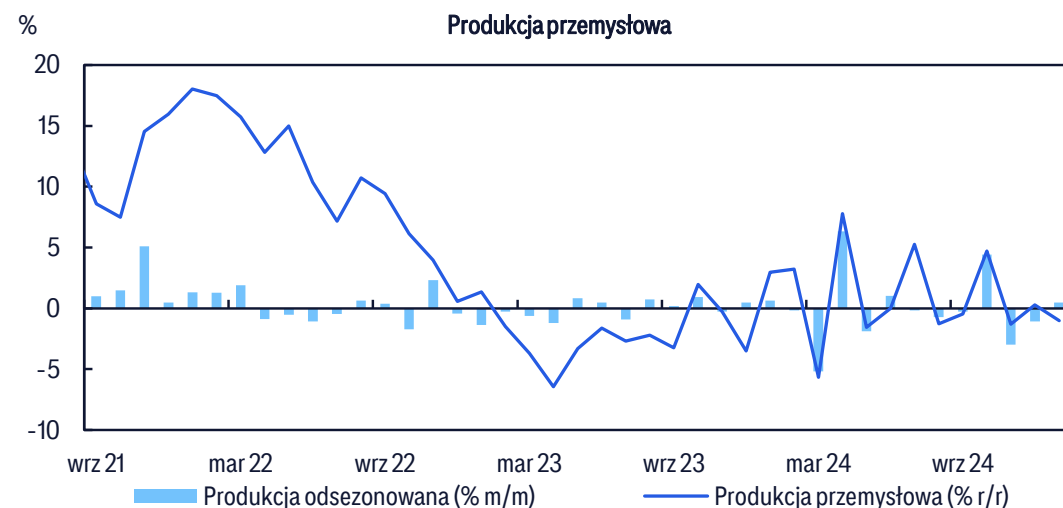
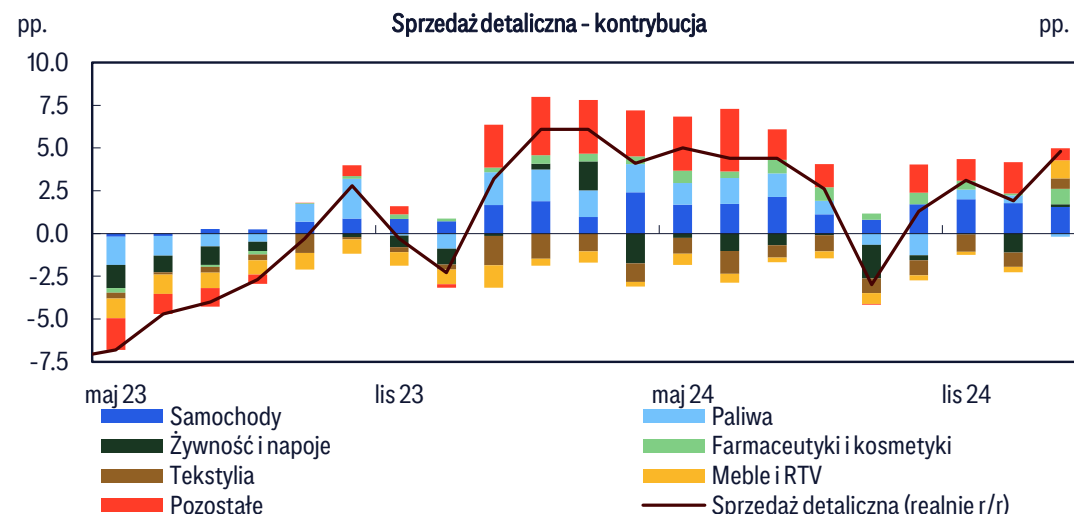
Wydatki na obronność w 2023 roku



Aktywność ekonomiczna

Dobry start w 2025 roku

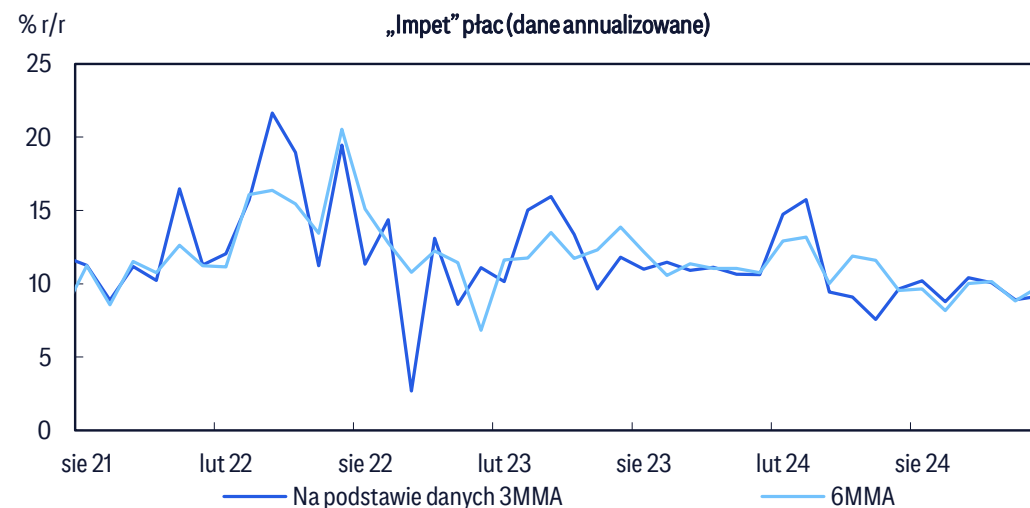
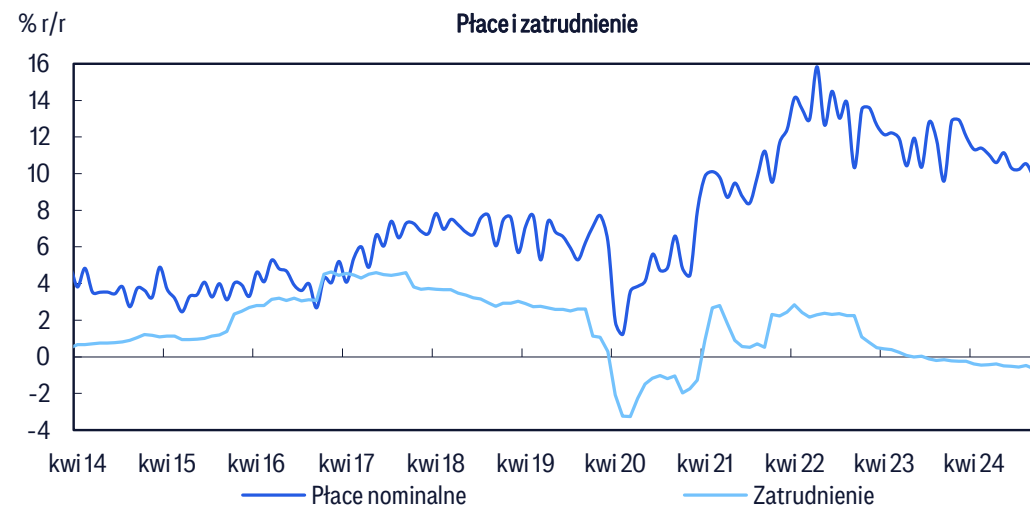
- Wzrost gospodarczy w IV kwartale 2024 roku zaskoczył pozytywnie i wyniósł 3,2% r/r, co wpłynęło korzystnie również na całoroczny wynik PKB, który sięgnął 2,9% r/r.
- Styczniowa sprzedaż detaliczna kontynuowała dobrą passę w gospodarce i zwiększyła się o 4,8% r/r (vs. 1,9% r/r w grudniu), znacznie przewyższając nasze i rynkowe oczekiwania (odpowiednio 2,6% r/r oraz 1,5% r/r). Styczniowe odbicie w sprzedaży miało charakter ogólny, a najbardziej obiecującą poprawę zanotowała sprzedaż dóbr trwałych (szczególnie w kontekście mebli i urządzeń AGD, gdzie spadki trwały już od dłuższego czasu).
- Mniej spektakularne okazały się być dane o produkcji przemysłowej, która w styczniu zmniejszyła się o 1% r/r (wobec wzrostu o 0,2% r/r w grudniu), jednak w ujęciu miesięcznym (odsezonowanym) zwiększyła się o 0,5%. Mimo, że dane nie wskazują jeszcze na jednoznaczne odbicie po okresie stagnacji, spodziewamy się poprawy w produkcji w kolejnych miesiącach, z większą kontrybucją sektorów przemysłu nastawionych na rynek krajowy, niż zagraniczny.
- Dane o sprzedaży detalicznej w połączeniu z wciąż silną dynamiką płac mogą być zapowiedzią silnej konsumpcji prywatnej w 2025 roku. Dodatkowym motorem napędowym dla PKB powinien być również napływ funduszy unijnych wspierający wzrost inwestycji. W całym 2025 roku oczekujemy wzrostu na poziomie zbliżonym do 4% r/r.



Rynek pracy

Bardzo powolne hamowanie

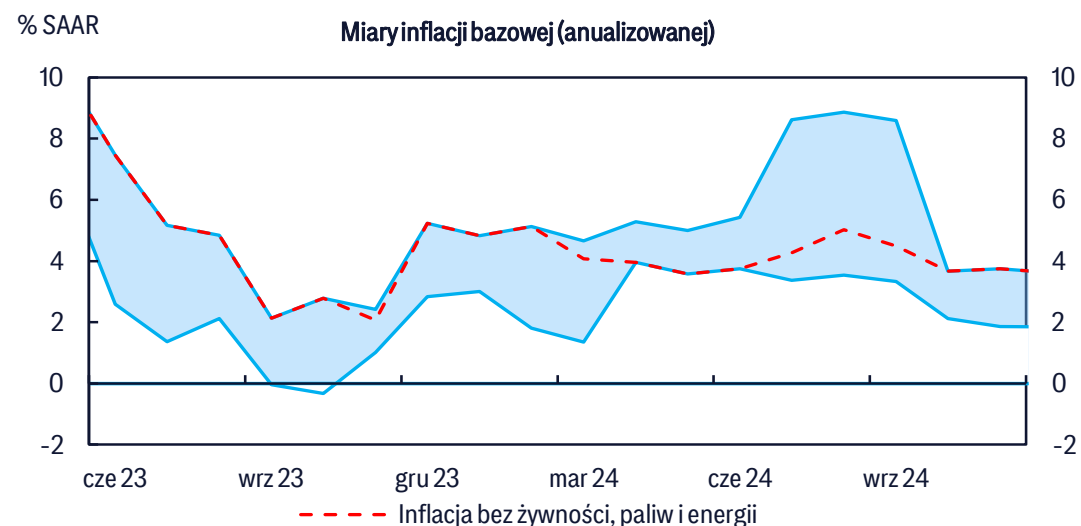
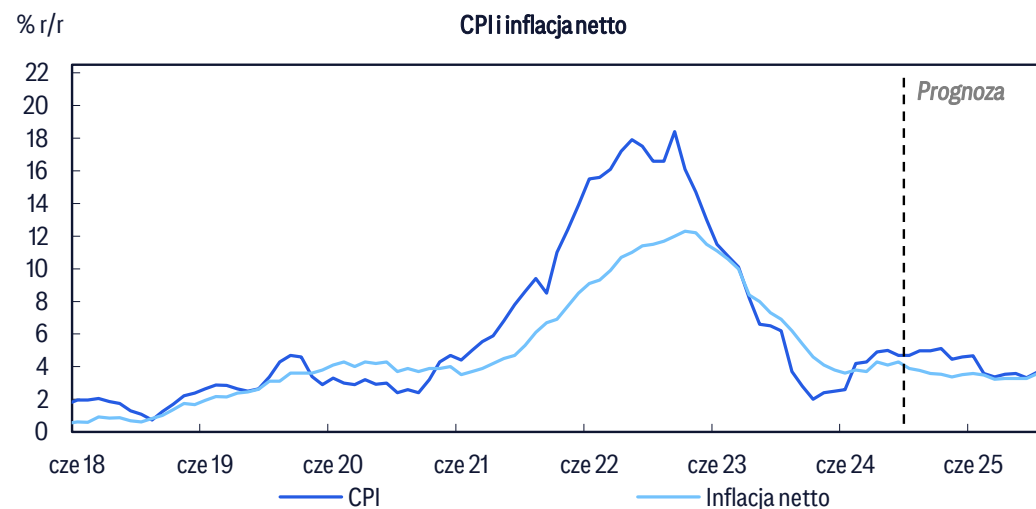
- W styczniu przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się o 9,2% r/r wobec 9,8% r/r w grudniu. Rynek pracy schładza się bardzo stopniowo, co potwierdza wciąż silny impet płac (trzymiesięczna średnia w ujęciu zannualizowanym pozostaje w okolicach 9%).
- Sektorami, w których odnotowano tempo wzrostu płac powyżej 9,2% r/r były: budownictwo, administrowanie i działalność wspierająca, zakwaterowanie i gastronomia, przemysł oraz informacja i komunikacja.
- Według styczniowej ankiety NBP o sytuacji przedsiębiorstw udział firm planujących podwyżki w perspektywie I kw. 2025 roku wzrósł do 41% (z 35% w IV kw.) i był tylko nieznacznie niższy (o 1 pp) niż przed rokiem (ujęcie odsezonowane). NBP podaje jednak, że na wyniki prawdopodobnie istotnie wpłynął wzrost płacy minimalnej na początku roku (rosnący udział firm zatrudniających pracowników na wynagrodzeniu minimalnym w próbie badanych przedsiębiorstw).
- W styczniu zatrudnienie zmniejszyło się o 0,9% r/r (vs. -0,6% r/r w grudniu), natomiast stopa bezrobocia według GUS wzrosła o 0,3 pp do 5,4%. Niemniej, w przypadku stopy bezrobocia początek roku zwykle wiąże się z jej wzrostem i stabilizacją w późniejszej części roku.
- W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego hamowania tempa wzrostu wynagrodzeń do okolic 6%-7% r/r.



Inflacja

Powyżej 5%

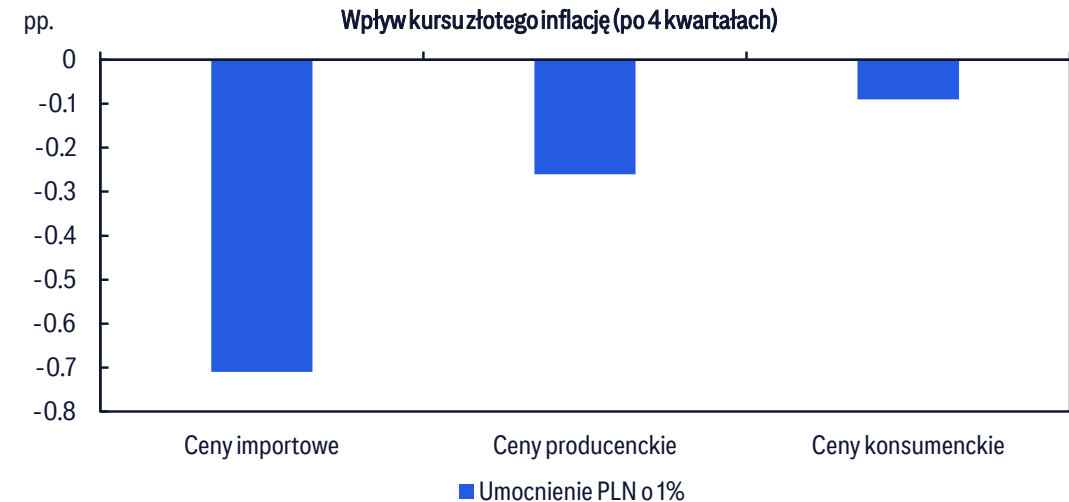
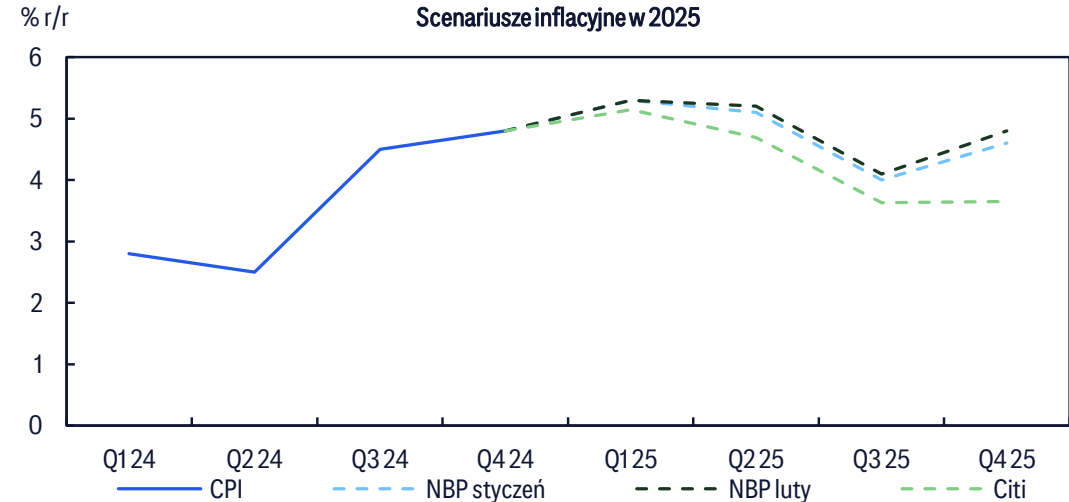
- Początek roku mija pod znakiem podwyższonej inflacji. W styczniu wskaźnik CPI wzrósł do 5,3% r/r, oddalając się w ten sposób od celu inflacyjnego RPP (2,5% +/-1pp). Co prawda rewizja koszyka inflacyjnego w marcu może przyczynić się do lekkiej rewizji styczniowych danych w dół, zmiana ta nie powinna jednak drastycznie zmienić ogólnego obrazu. Spodziewamy się, że wskaźnik CPI pozostanie na podwyższonym poziomie również w lutym i marcu.
- Od kwietnia inflacja powinna zacząć szybciej spadać. Przyczyniać się do tego będą między innymi efekty statystyczne (efekt wysokiej bazy związany z podwyżkami VAT na żywność w 2024 roku). Korzystnie wpływać powinien również silny złoty, który obniża ceny towarów importowanych.
- W sumie nasz podstawowy scenariusz zakłada spadek inflacji do około 4% pod koniec roku, jednak prognoza ta nie uwzględnia w pełni obecnej siły złotego. Jeżeli PLN będzie kontynuował trend aprecjacyjny, skala spadku inflacji może okazać się wyraźniejsza.
- Źródłem niepewności dla przyszłej inflacji jest los tarcz antyinflacyjnych. NBP zakładał dotychczas, że wygaśnięcie tarcz może pod koniec roku popchnąć inflację w górę. Nasz scenariusz nie zakłada tego efektu i jest spójny z sygnałami płynącymi ze strony rządu, sugerującymi wręcz możliwość przedłużenia mrożenia cen energii.



Polityka pieniężna

Oczekiwanie na „podstawy do obniżek stóp”

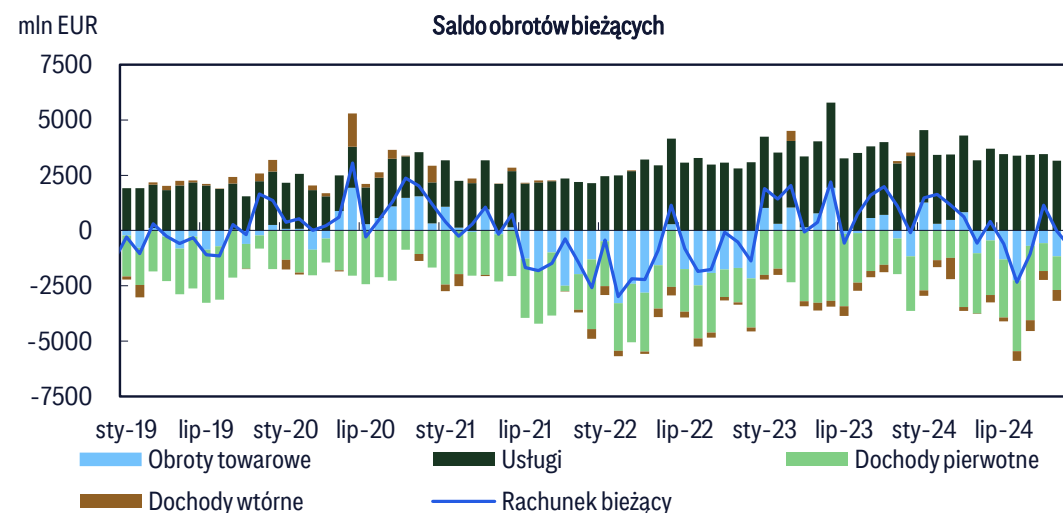
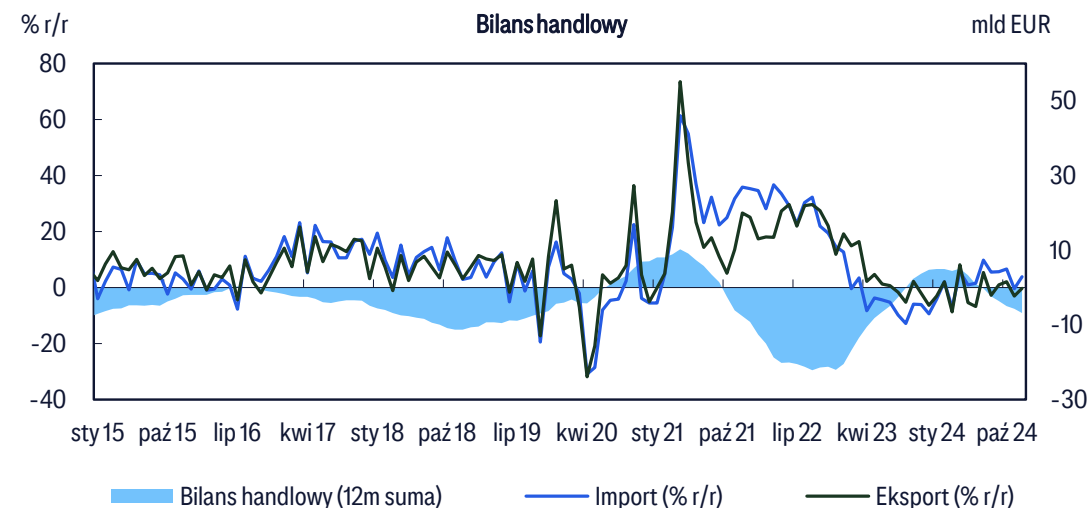
- W lutym prezes NBP zasugerował, że nie ma obecnie podstaw do obniżek stóp procentowych. Głównym argumentem, na który powołuje się prezes Glapiński jest zakładany wzrost inflacji w IV kwartale tego roku wraz z dalszym odmrożeniem cen energii.
- Na ostatnich posiedzeniach prezes przedstawiał scenariusze kształtowania się inflacji w kolejnych kwartałach tego roku, jednak na więcej szczegółów możemy liczyć dopiero w marcu, kiedy to NBP opublikuje raport o inflacji. Nasze założenia wskazują, że inflacja będzie kształtowała się o ok. 1pp niżej niż wynika to z ostatnich projekcji banku centralnego. Kształtowanie się cen energii w 4Q25 będzie uzależnione od taryf na energię ustalanych przez URE oraz ewentualnych decyzji rządu o dalszym mrożeniu cen energii.
- Wśród czynników stanowiących ryzyko dla inflacji, prezes Glapiński oprócz cen energii wymieniał również odbicie gospodarcze, wysoki deficyt fiskalny oraz silny wzrost płac. Te obawy prawdopodobnie również nie zostaną rozwiane w krótkim terminie, chociaż presja inflacyjna płynąca z rynku pracy może maleć wraz z wolniejszym przyrostem płac w ujęciu realnym (3,7% r/r wobec blisko 10% rok temu).
- Uważamy, że pierwszej połowie roku szanse na istotne złagodzenie retoryki RPP, które prowadziłyby do obniżek stóp procentowych, są niskie. Zakładamy, że cykl obniżek stóp procentowych zacznie się dopiero w II połowie roku i oczekujemy, że jego skala wyniesie 75 pb. Czynnikiem, który mógłby skłonić Radę do wcześniejszej zmiany stanowiska jest antyinflacyjny wpływ silnego złotego.



Bilans płatniczy

Rachunek bieżący kolejny raz na minusie

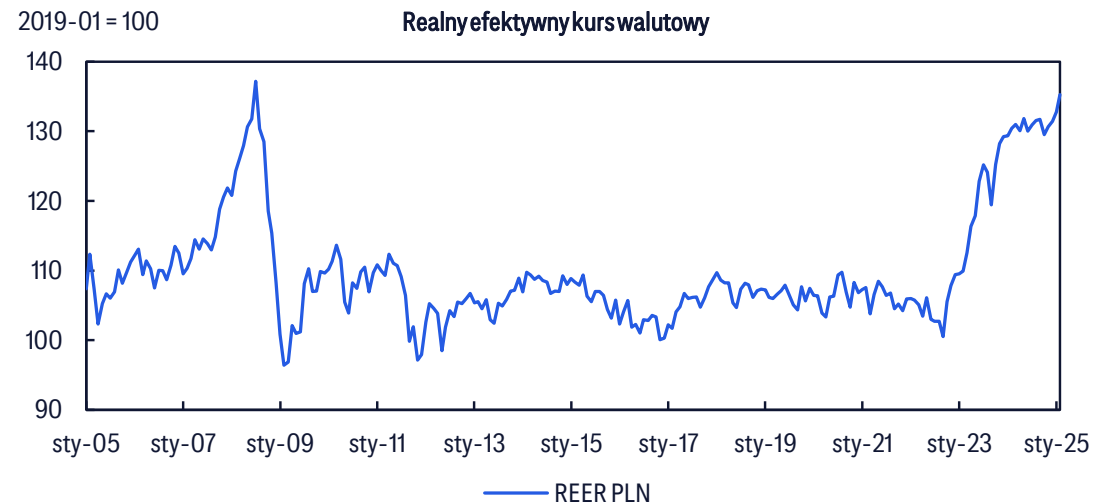
- W grudniu deficyt na polskim rachunku bieżącym poszerzył się do 0,803 mld EUR wobec deficytu 0,033 mld EUR w listopadzie (zrewidowanym w górę z -0,521 mld EUR). Skumulowane roczne saldo obrotów bieżących obniżyło się do 0,1% PKB w grudniu z 0,2% PKB w listopadzie.
- Saldo obrotów towarowych również utrzymało się w deficycie i w grudniu wyniosło -2,236 mld EUR. W ujęciu rocznym wartość eksportu obniżyła się o 0,3%, natomiast wartość importu zwiększyła się o 3,9%.
- W dalszym ciągu na spadki eksportu największy wpływ miało zmniejszenie sprzedaży zagranicznej środków transportu (przede wszystkim spadek eksportu części motoryzacyjnych, aut osobowych oraz samochodów dostawczych). Niemniej, w pozostałych kategoriach wartość eksportu była zbliżona bądź nieco wyższa niż przed rokiem.
- Jeżeli chodzi o import, odnotowano zwiększenie importu aut osobowych, towarów konsumpcyjnych oraz produktów rolnych. Kategoriami, które zanotowały spadki były natomiast towary zaopatrzeniowe, dobra inwestycyjne oraz części środków transportu.
- Ze względu na niski popyt zagraniczny przy jednoczesnym stopniowym wzroście popytu krajowego, saldo obrotów towarowych najpewniej pozostanie w deficycie w nadchodzących miesiącach. Dodatkowym obciążeniem dla polskiego eksportu pozostaje silna waluta krajowa, szczególnie w kontekście niedawnego umocnienia się złotego.



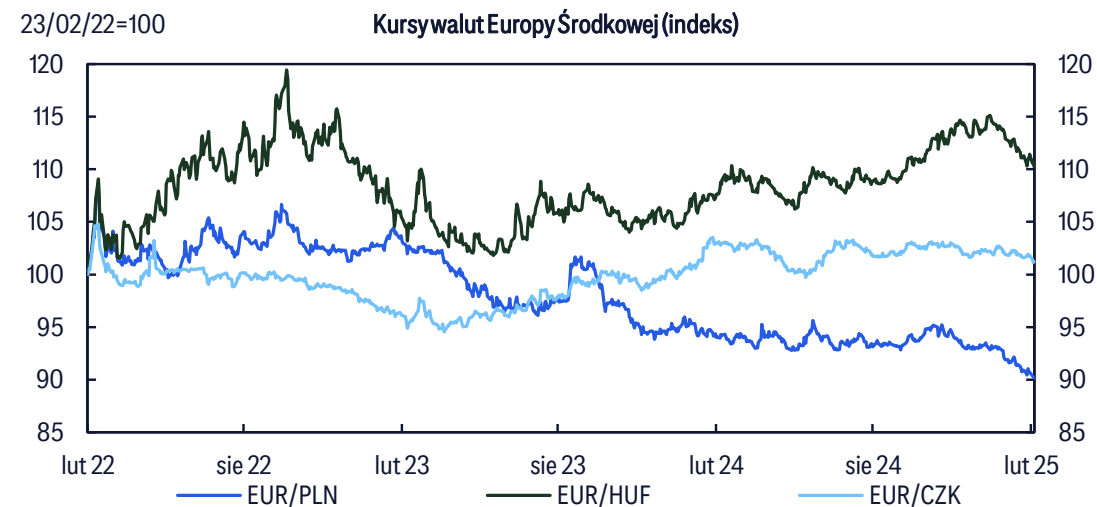
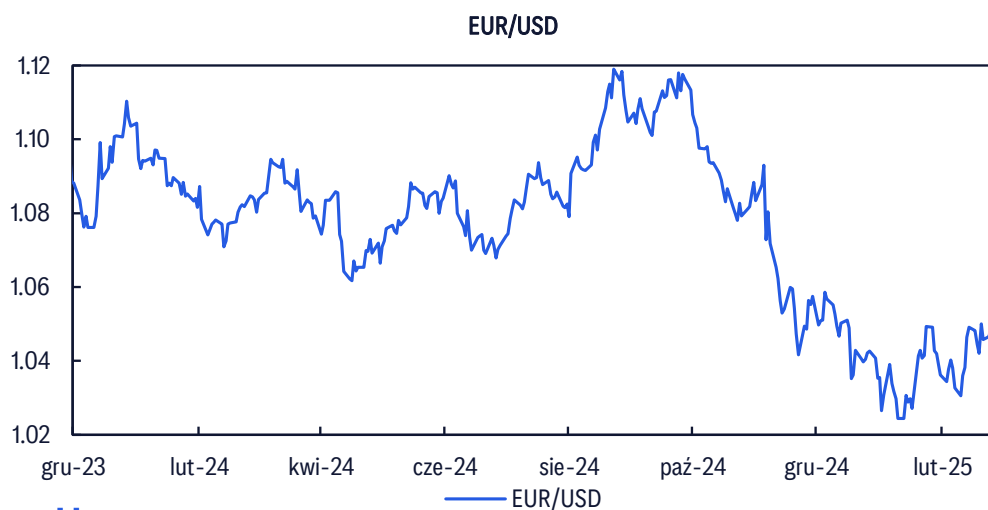
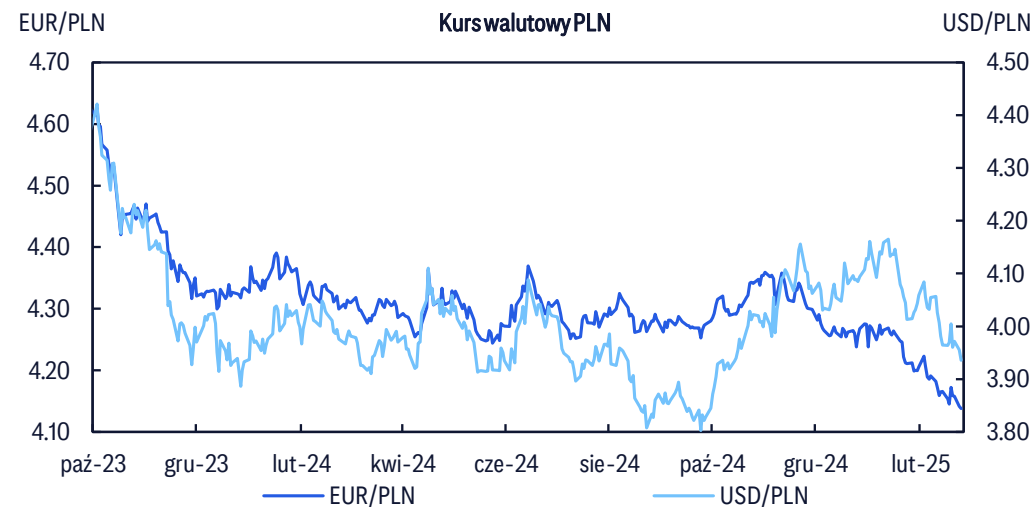
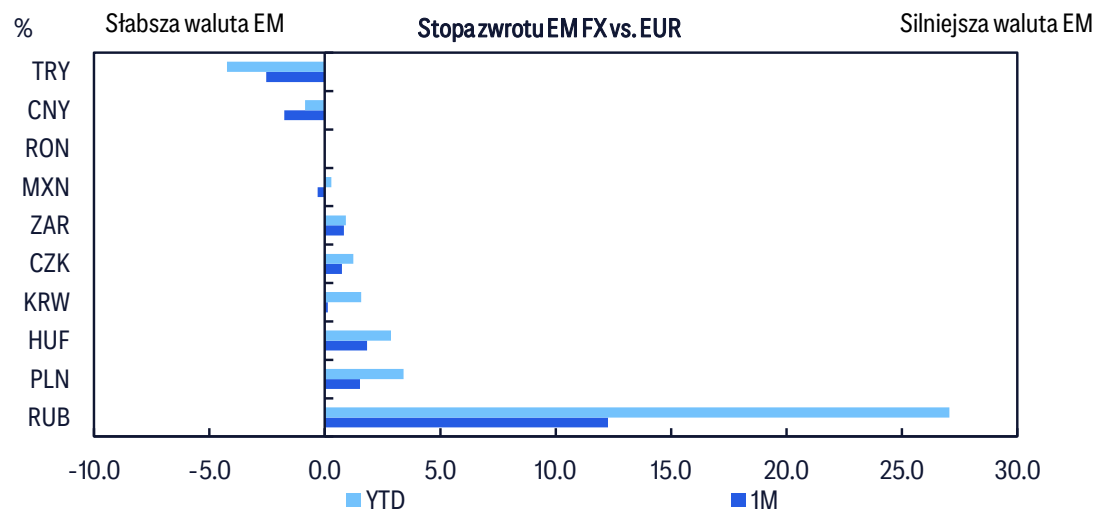
Rynek walutowy

Realna siła złotego

- Początek roku stoi pod znakiem siły polskiej waluty. Złoty w dalszym ciągu umacniał się w relacji do euro i dolara, a od początku roku zyskał do tych walut odpowiednio: 3,3% oraz 4,9%. Polska waluta wyróżnia się pozytywnie również na tle regionu Europy Środkowo-Wschodniej.
- Źródła siły polskiej waluty można dopatrywać się w jastrzębiej polityce pieniężnej Narodowego Banku Polski. Jednak bazując na bieżących rynkowych wycenach przyszłych zmian stóp procentowych w Polsce oraz strefie euro, naszym zdaniem notowania pary EUR/PLN powinny znajdować się raczej w zakresie 4,20-4,25 niż notowanych obecnie blisko 4,14 (wykres obok).
- Złoty cieszy się popularnością wśród inwestorów w związku z oczekiwaniami na zakończenie wojny w Ukrainie. Szczególnie zagraniczni uczestnicy rynku upatrują w tym pozytywny wpływ na polską gospodarkę. Nasze szacunki zakładają jednak, że ewentualny udział w odbudowie Ukrainy nie powinien dokładać więcej niż 0,2pp do PKB rocznie.
- Jak wynika z ostatniej konferencji prasowej prezesa Glapińskiego, siła złotego wciąż nie stanowi problemu dla NBP. Kurs EUR/PLN powoli zbliża się do granicy opłacalności eksportu, jednak bank centralny sugeruje, że nie jest to główny problem polskich przedsiębiorców. Patrząc na realny efektywny kurs złotego (czyli wobec partnerów handlowych po korekcie o inflację), można zauważyć że złoty jest już prawie tak mocny jak w 2008 roku. Tak silne odchylenie od długoterminowego trendu może być naszym zdaniem trudne do utrzymania.



Rynek walutowy



Rynek długu

Polskie obligacje niewrażliwe na ruchy w USA

- Luty przyniósł niewielkie zmiany rentowności polskich obligacji skarbowych wobec stanu na koniec stycznia. Papiery 2-letnie notowane były nieco powyżej 5,20%, 5-letnie w okolicach 5,60% a 10-letnie przy 5,90%.
- Dane inflacyjne i oczekiwania wobec działań RPP nie przekładały się w istotny sposób na notowania polskich instrumentów dłużnych. Kolejne miesiące wraz z publikacjami raportu o inflacji NBP mogą dać więcej przekonania co do przyszłych działań RPP. Obecnie w krzywej FRA wycenione są obniżki stóp procentowych na blisko 100 pb w 2025 roku, z cyklem rozpoczynającym się na przełomie połowy roku.
- Polski rynek dłużny w ostatnich tygodniach był wyjątkowo mało wrażliwy na zmiany rentowności na rynkach bazowych. W ostatnim miesiącu rentowność amerykańskich 10-letnich obligacji obniżyła się o około 30 pb. Ostatnie dni przyniosły powrót oczekiwań na obniżki stóp procentowych przez Fed i rynek w pełni wycenia dwa kroki po 25 pb. Ponadto, niepewność związana z wpływem polityki nowej administracji USA nieco ostudziła rynkowy optymizm, co przekładało się również na zwiększony popyt na bezpieczne aktywa.
- Oczekujemy, że obniżki stóp procentowych w drugiej połowie roku będą prowadziły do zejścia notowań na polskiej krzywej obligacji. W krótkim terminie widzimy rentowności 10-letnich papierów w okolicach 5,80%. Relatywnie duża podaż obligacji skarbowych sprzyja według naszych szacunków utrzymaniu relatywnie szerokich asset swap spreadów, w okolicach 80 pb w sektorze 10-letnim.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2024												2025
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	3.0	3.2	-5.7	7.8	-1.6	0.0	5.3	-1.3	-0.5	4.7	-1.3	0.3	-1.0
Produkcja przemysłowa (% m/m)	3.5	0.6	4.0	-1.9	-4.4	3.0	-2.9	-5.0	8.8	9.8	-5.4	-8.0	2.2
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	2.5	3.8	-6.0	8.1	-1.6	-0.1	5.4	-1.4	-0.4	4.9	-1.7	-0.2	-0.8
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-6.2	-4.8	-13.4	-2.0	-6.5	-9.0	-1.3	-9.6	-9.0	-9.6	-9.3	-8.0	4.3
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	3.2	6.1	6.1	4.1	5.0	4.4	4.4	2.6	-3.0	1.3	3.1	1.9	4.8
Stopa bezrobocia (%)	5.4	5.4	5.3	5.1	5.0	4.9	5.0	5.0	5.0	4.9	5.0	5.1	5.4
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.6	-0.9
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3.7	2.8	2.0	2.4	2.5	2.6	4.2	4.3	4.9	5.0	4.7	4.7	5.3
Inflacja (% m/m)	0.4	0.3	0.2	1.1	0.1	0.1	1.4	0.1	0.1	0.3	0.5	0.0	1.0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-10.6	-10.0	-9.9	-8.5	-7.0	-5.8	-5.1	-5.5	-6.2	-5.1	-3.8	-2.7	-
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-1.9	0.1	-0.5	0.3	-0.3	0.4	-0.4	-0.5	-0.3	0.5	0.2	-0.3	-0.9
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	12.8	12.9	12.0	11.3	11.4	11.0	10.6	11.1	10.3	10.2	10.5	9.8	9.2
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	1575	1752	1239	658	-605	441	-649	-2494	-1133	1220	-33	-803	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	1274	298	485	822	-1019	-454	-1304	-2246	-693	-571	-1169	-2236	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	27433	27589	28760	28725	27023	27435	27313	25107	28186	30483	28850	24703	-
Eksport (% r/r)	-3.1	2.0	-8.7	8.1	-5.4	-6.7	5.3	-2.7	1.0	2.1	-3.1	-0.3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	26159	27291	28275	27903	28042	27889	28617	27353	28879	31054	30019	26939	-
Import (% r/r)	-4.1	2.1	-7.2	5.6	0.9	1.4	9.8	5.5	5.7	6.6	-0.4	3.9	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2024												2025
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.7	7.4	6.6	7.4	8.0	8.4	8.3	7.8	6.5	7.8	8.7	9.3	9.4
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	11.3	10.9	10.2	10.4	10.6	10.8	10.9	10.2	8.7	10.1	10.4	10.2	10.1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.1	2.3	1.9	2.2	2.7	2.3	0.9	1.4	-1.7	0.6	2.1	4.0	5.4
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	-1.1	-0.6	-0.4	0.2	0.5	1.4	1.9	2.0	1.4	3.1	3.4	2.7	2.3
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-4.1	-4.7	-2.2	-2.2	-1.4	-0.5	0.3	2.2	1.9	3.4	5.8	5.4	5.2
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
WIBOR 3M (średnio)	5.77	5.76	5.76	5.76	5.75	5.75	5.76	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
WIBOR 3M (koniec okresu)	5.76	5.76	5.77	5.76	5.75	5.75	5.76	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.76
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	5.61	5.55	5.56	5.46	5.44	5.51	5.68	5.64	5.90	5.98	6.17	5.73	5.67
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.02	5.04	5.28	5.54	5.45	5.21	4.62	4.84	4.68	4.82	4.95	5.13	5.17
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.18	5.14	5.49	5.60	5.49	5.49	5.25	5.09	4.94	5.50	5.38	5.58	5.59
EUR/PLN (koniec okresu)	4.34	4.32	4.32	4.32	4.27	4.31	4.30	4.28	4.28	4.35	4.30	4.27	4.21
USD/PLN (koniec okresu)	4.01	3.98	4.01	4.03	3.94	4.03	3.97	3.86	3.82	4.01	4.08	4.10	4.06
EUR/USD (koniec okresu)	1.08	1.08	1.08	1.07	1.09	1.07	1.08	1.11	1.12	1.09	1.06	1.04	1.04
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	-13.7	7.8	24.5	39.9	53.1	69.9	82.8	88.7	107.3	129.8	141.8	210.9	3.2
Def. budżetowy skum. (% planu)*	-6%	3%	10%	17%	22%	29%	34%	37%	45%	54%	59%	88%	1%

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	682	690	809	907	962	1030
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3610	3887	4135
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	24182	25726	27533
Populacja (mln)	38.4	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	5.2	6.8	5.8	5.2	5.1	4.9	5.0	5.1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.8	3.4
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.6	1.3	7.9	6.3
Konsumpcja (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.7	4.0	3.4	2.7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.5	2.9
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	1.0	4.3	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	3.5	5.1	5.4
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	4.0	2.7
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	4.5	3.1
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.4	8.4	6.5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	5.00	4.00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	5.01	4.13
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.20	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	4.01	4.02
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	4.04	4.01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.23	4.28

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.4	-1.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.6	1.7	0.4	-0.3	-0.1
Saldo handlu zagranicznego	-5.5	9.2	-10.4	-26.9	7.3	1.7	-2.2	-1.5
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.3	427.1	464.5
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.6	429.3	466.0
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	48.5	54.3
Saldo dochodów pierwotnych	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-44.5	-49.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0.7	-6.9	-1.8	-3.5	-5.3	-5.8	-6.1	-4.9
Saldo pierwotne sektora	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.0	-3.4	-3.4	-2.2
Dług publiczny (Polska metodologia)	43.3	47.6	43.7	39.4	38.9	43.3	47.6	50.6

Prognozy długoterminowe

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.9	5.3	0.1	2.9	3.8	3.4	3.1
Inflacja CPI (% średnia)	5.1	14.3	11.5	3.6	4.5	3.1	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5.1	-2.6	1.7	0.4	-0.3	-0.1	-0.1
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	6.75	5.75	5.75	5.00	4.00	3.75
USD/PLN (Koniec okresu)	2.95	4.39	3.94	4.10	4.01	4.02	3.98
USD/PLN (Średnia)	3.01	4.45	4.20	3.98	4.04	4.01	3.99
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.69	4.35	4.27	4.25	4.29	4.31
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.69	4.54	4.31	4.23	4.28	4.31

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

Aleksandra Siuzdak

Praktykantka

aleksandra.siuzdak@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