



Kwiecień 2025

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciółek, CFA
Aleksandra Siuzdak

Citi Monthly

Pierwsze salwy wojny celnej

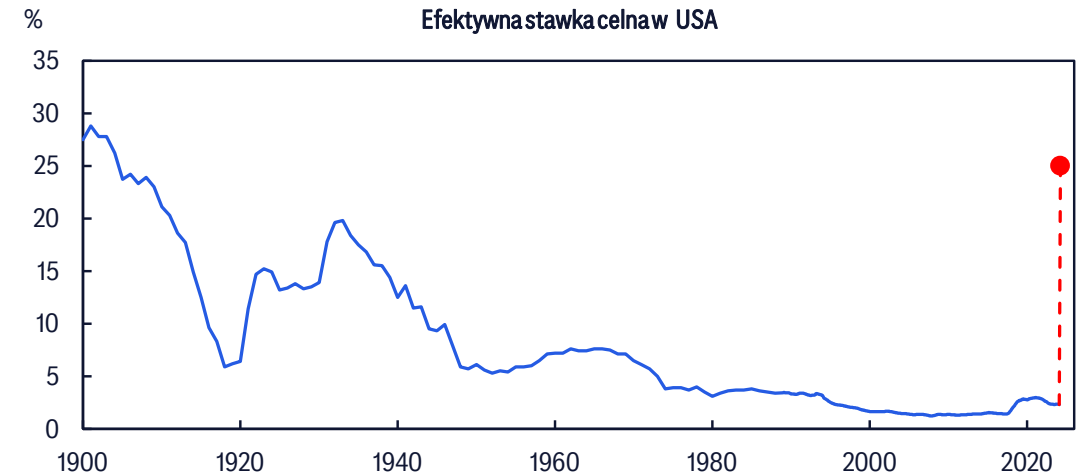
Podsumowanie

- Kwiecień na rynkach finansowych został zdominowany przez dwa wydarzenia. Na poziomie światowym główną zmianą było wprowadzenie przez nową administrację amerykańską wysokich ceł importowych na niemal wszystkie kraje świata. Z kolei w kraju uczestnicy rynku koncentrowali się przede wszystkim na gwałtownym zwrocie w retoryce RPP.
- Nowe cła mogą poważnie zaburzyć światową wymianę handlową, doprowadzić do spowolnienia/recesji w USA oraz zwiększyć podaż azjatyckich produktów na europejskich rynkach. Dla Polski zmiany te oznaczają niższą dynamikę handlu zagranicznego oraz niższą ścieżkę inwestycji, co skłoniło nas w tym miesiącu do obniżenia prognoz wzrostu gospodarczego.
- Inflacja w marcu zaskoczyła pozytywnie, utrzymując się wciąż poniżej 5%. Spodziewamy się wyraźnego spadku wskaźnika CPI w kolejnych miesiącach zarówno na skutek efektów statystycznych (wysoki punkt odniesienia z poprzedniego roku), jak i na skutek dezinflacyjnego wpływu wojny handlowej. Oznacza to, że inflacja pod koniec tego roku może być w pobliżu 3%, a na koniec przyszłego roku nawet w okolicach 2%.
- Na kwietniowym posiedzeniu RPP pozostawiła stopy bez zmian, ale jednocześnie przedstawiciele banku centralnego diametralnie zmienili ton swoich wypowiedzi, sygnalizując możliwość obniżek stóp procentowych już w maju. Rynki finansowe zareagowały gwałtownie na zwrot banku centralnego i zaczęły wyceniać obniżki w sumie o 2 punkty procentowe w samym 2025 roku.
- Chociaż dokładna ścieżka stóp procentowych pozostaje obciążona dużą niepewnością, wydaje się, że obniżki będą następować szybciej i wcześniej niż dotychczas sądzono. Nasz obecny scenariusz zakłada w sumie obniżki o 1,25 punktu w bieżącym roku i dodatkowy 1 punkt procentowy cięć w przyszłym roku.

Nowe cła w USA

Stawki w górę

- Co prawda bieżący rok zaczął się od ekonomicznego trzęsienia ziemi (złagodzenie gorsetu fiskalnego przez Niemcy), ale od tego czasu napięcie tylko narastało. W kwietniu administracja amerykańska ogłosiła wprowadzenie wysokich ceł na produkty z niemal wszystkich krajów świata. Stawka celna na produkty z UE została ustalona na poziomie 20%, a kraje azjatyckie zostały objęte jeszcze wyższymi stawkami. W przypadku Chin stawki przekraczające 100% w praktyce mogłyby oznaczać nawet wstrzymanie wymiany handlowej.
- Gwałtowna reakcja rynkowa, w tym przede wszystkim wzrost rentowności amerykańskich obligacji, przyczyniły się do częściowego wycofania się z wprowadzanych zmian. W przypadku większości krajów stawki zostały na 90 dni obniżone do 10%, a w przypadku Chin produkty elektroniczne zostały wyłączone z regulacji. W sumie jednak przeciętna stawka celna w Stanach i tak wzrosła z nieco powyżej 2% na początku roku do ponad 20% obecnie (wykres po prawej stronie).
- Wprowadzane w życie zmiany mają kilka poważnych konsekwencji. Po pierwsze, dla amerykańskiej gospodarki wyższe cła oznaczają skokowy wzrost inflacji, a w konsekwencji również spadek aktywności gospodarczej. Co prawda z czasem wyższe cła mogą doprowadzić do przeniesienia części produkcji z powrotem do Stanów, jednak proces ten potrwałby lata i oznaczałby i tak wyższe koszty produkcji. W rezultacie scenariusz recesji w Stanach staje się coraz bardziej prawdopodobny. Co więcej, jeżeli kierunek polityki handlowej zostanie utrzymanym, głębokie spowolnienie jest możliwe również w przypadku gospodarki światowej.



	Stawka celna (reciprocal)		Eksport do USA	
	%	mld USD	% PKB	
EU	20	606	3.1	
Chiny	34	439	2.4	
Japonia	24	148	3.6	
Wietnam	46	137	29.1	
Korea	25	132	7.0	
Tajwan	32	116	15.0	
Indie	26	87	2.2	

Źródło: Haver Analytics, Bureau of the Census, Citi Research

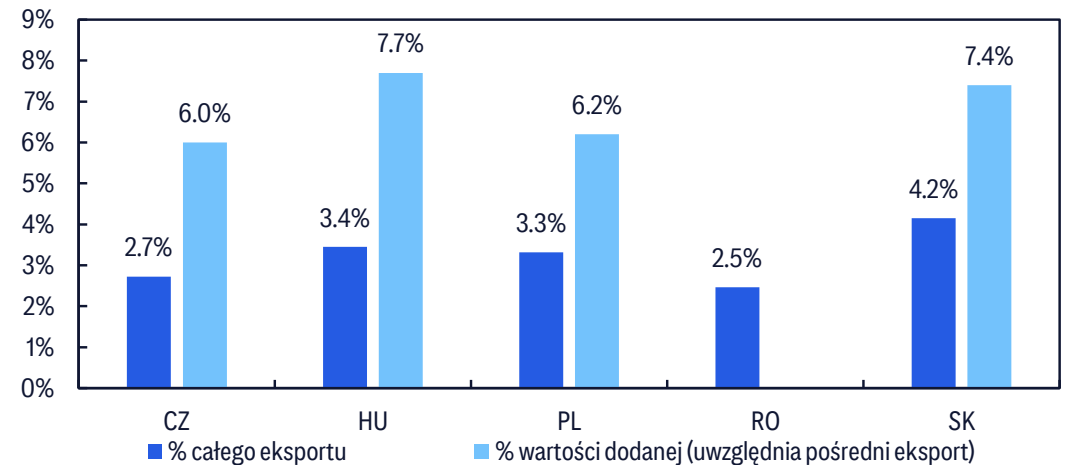
Uwaga: Tabela przedstawia pierwotnie zaproponowane stawki celne. Obecnie dla większości krajów stawki są zawieszane na okres trzech miesięcy i w tym czasie obowiązuje wartość 10%.

Koszty wojny handlowej

Prognozy wzrostu rewidowane w dół

- Chociaż eksport do Stanów stanowi zaledwie ~3% polskiego eksportu, intensyfikacja wojen celnych może mieć zauważalny wpływ na aktywność gospodarczą w kraju. Po pierwsze, uwzględniając pośrednie powiązania handlowe, a więc na przykład fakt, że produkowane w Polsce komponenty są następnie montowane w Niemczech i ostatecznie trafiają do USA, ekspozycja na amerykański rynek niemal się podwaja i sięga 6,2%. Po drugie, ponieważ cła są wprowadzane nie tylko na polskie produkty, lecz na większość krajów świata, efekt mrozący dla handlu zagranicznego może być znacznie silniejszy. Po trzecie, na odwracaniu procesu globalizacji mogą stracić kraje, które najwięcej na globalizacji korzystały, w tym Polska.
- Spadek eksportu do Stanów będzie oznaczał również mniejsze zapotrzebowanie na import i z tego względu wpływ na eksport netto może być ograniczony. Jednak zmniejszenie eksportu będzie wiązało się również z niższymi potrzebami inwestycyjnymi, a ten efekt będzie miał już istotny wpływ na dynamikę PKB. Co więcej, sama niepewność i wyczekiwanie na nowe cła (decyzja potencjalnie odroczone na 90 dni) mogą oznaczać opóźnianie nowych projektów inwestycyjnych.
- Biorąc pod uwagę te czynniki w tym miesiącu obniżyliśmy nasze prognozy wzrostu PKB dla Polski. W przypadku 2025 roku redukcja prognoz jest niewielka (-0,1 pp do poziomu 3,9%), głównie dlatego, że efekty wojny celnej będą ujawniać się dopiero w drugiej połowie roku. Z kolei wpływ na 2026 rok będzie już zapewne większy – oczekujemy wzrostu PKB na poziomie 3,2%, a więc 0,4 pp poniżej poprzedniej prognozy.

Eksport do Stanów Zjednoczonych



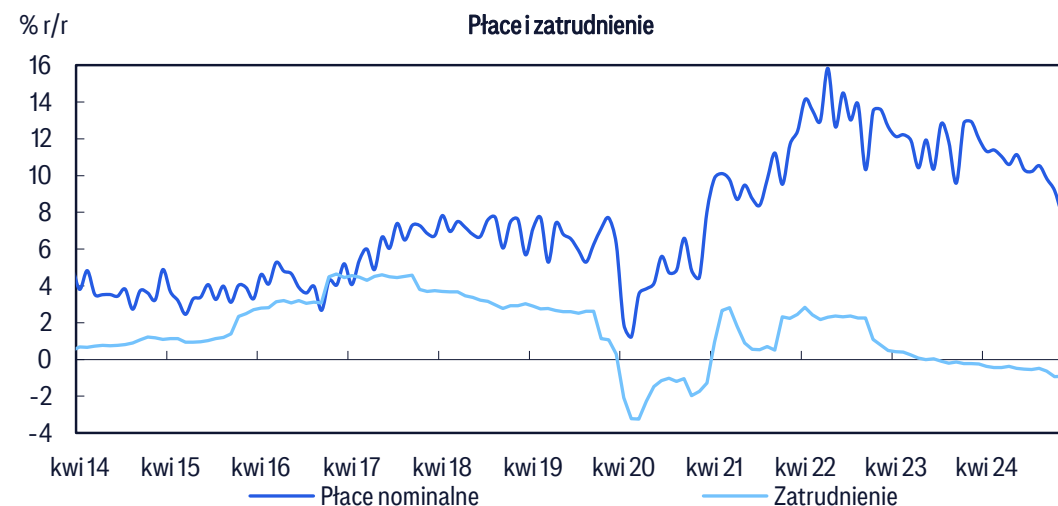
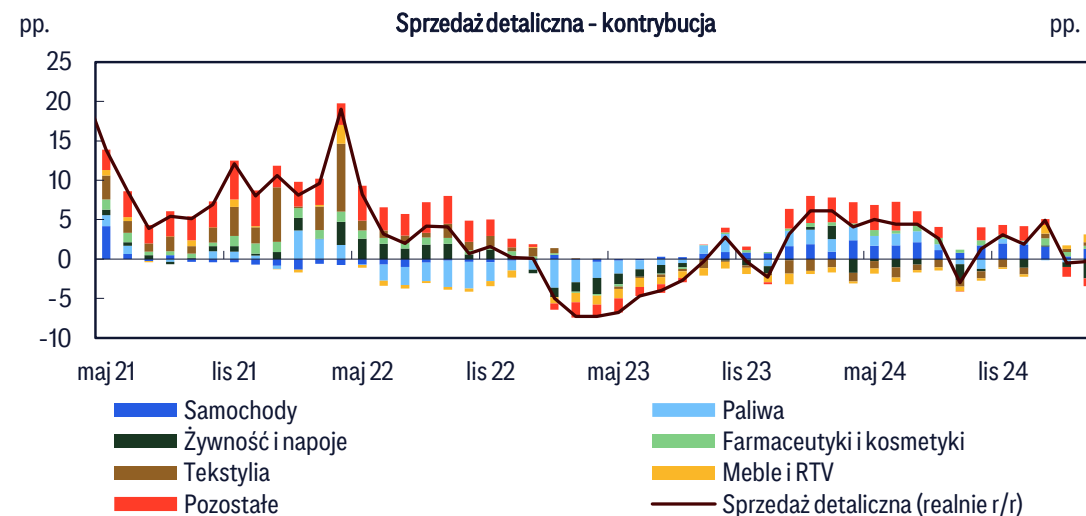
Wskaźnik nastrojów konsumenckich w USA - indeks Uniwersytetu Michigan



Aktywność ekonomiczna

Po raz kolejny poniżej oczekiwań

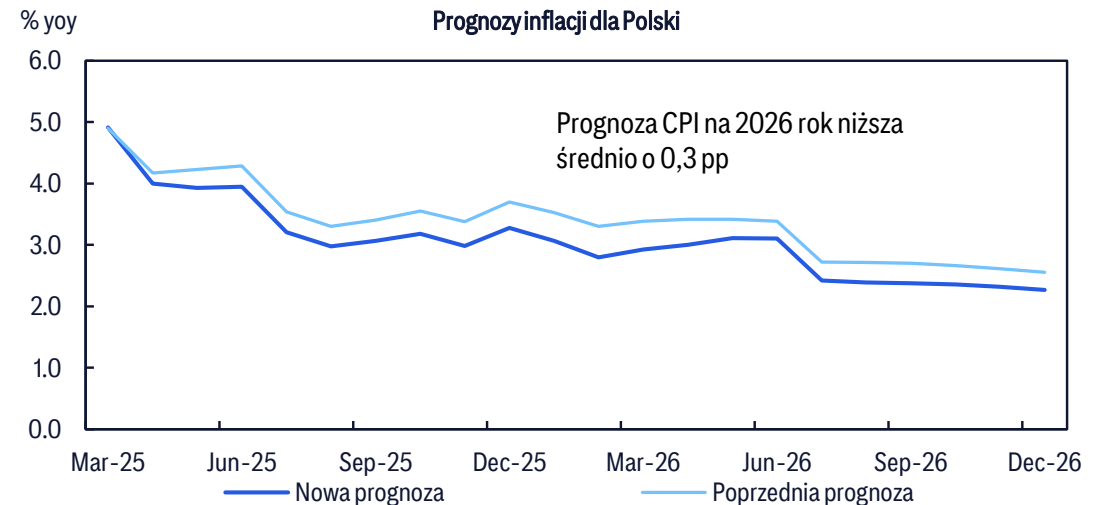
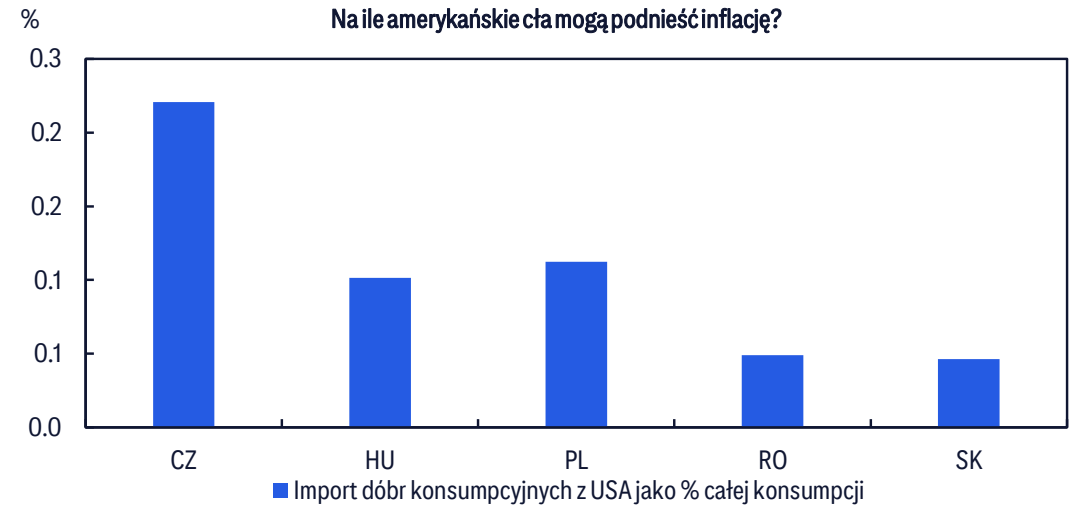
- Podobnie jak w zeszłym miesiącu, dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej nie dorównały oczekiwaniom rynkowym.
- Sprzedaż detaliczna w marcu zmniejszyła się o 0,3% r/r wobec -0,5% r/r w lutym. Brak znacznej poprawy dynamiki sprzedaży w ujęciu rocznym prawdopodobnie wynikał z czynników kalendarzowych (w zeszłym roku święta wielkanocne przypadały na marzec). Ponadto, w kwietniu 2024 roku podwyższono podatek VAT na żywność, co mogło prowadzić do gromadzenia zapasów przez konsumentów w marcu 2024, tworząc wysoką bazę odniesienia i zaniżając dynamikę w bieżącym roku.
- Produkcja przemysłowa zwiększyła się o 2,5% r/r wobec -1,9% r/r w lutym. W rozbiciu na kategorie największy pozytywny wpływ na dynamikę produkcji miało przetwórstwo przemysłowe, natomiast górnictwo i wydobywanie oraz produkcja energii negatywnie przełożyły się na odczyt.
- W miesięcznym oraz odsezonowanym ujęciu sprzedaż zwiększyła się o 1,9% m/m, natomiast produkcja zmniejszyła się o 0,7%.
- Jeżeli chodzi o rynek pracy, w marcu utrzymała się tendencja stopniowej normalizacji. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw spowolniło do 7,7% r/r z 7,9% r/r w lutym, natomiast impet płac ukształtował się w okolicach 7% (trzymiesięczna średnia). Jeżeli chodzi o stopę bezrobocia rejestrowanego, w marcu obniżyła się ona o 0,1 pp. do 5,3%.



Szok dezinflacyjny

Szybszy spadek inflacji

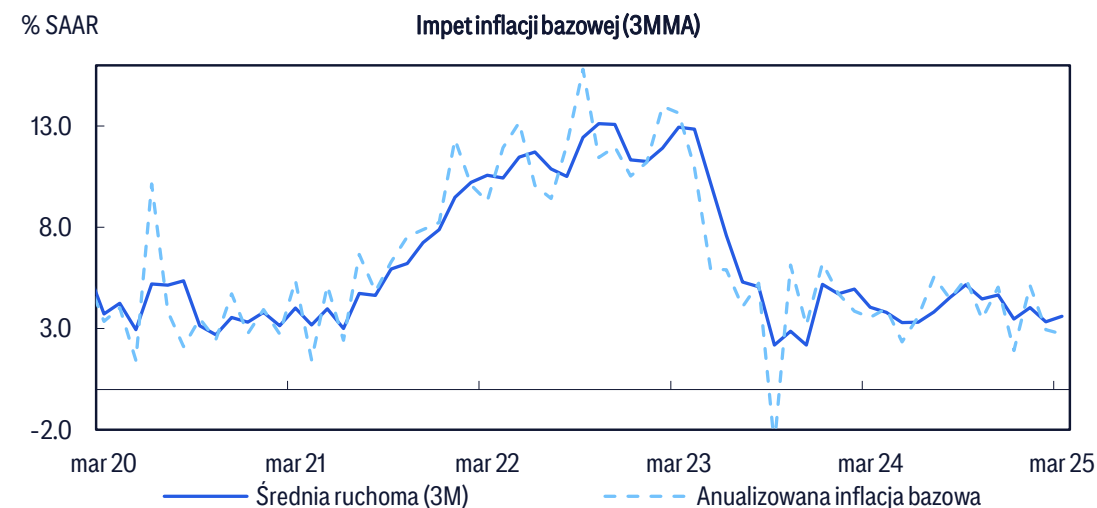
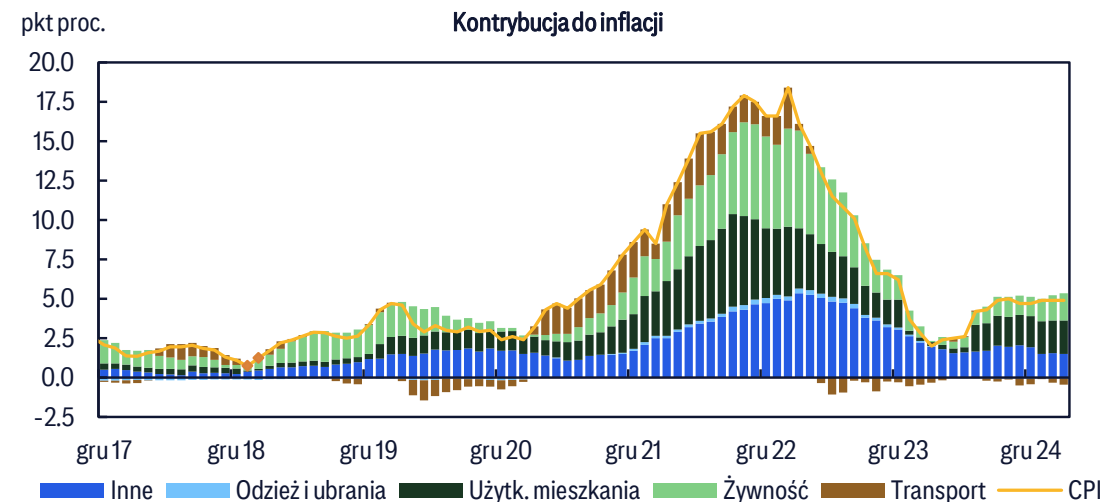
- O ile w przypadku Stanów Zjednoczonych nowe cła będą przynajmniej w krótkim horyzoncie proinflacyjne, w przypadku Polski efekt ten będzie odwrotny. Spodziewamy się, że wojny handlowe mogą obniżyć presję cenową w kraju, na co wpływać będzie kilka czynników.
- Po pierwsze niższy wzrost gospodarczy w kraju będzie oznaczać słabszą presję cenową, choć ten efekt będzie relatywnie niewielki. Po drugie, globalne spowolnienie (lub nawet recesja) oznaczają niższe ceny surowców. Po trzecie, konkurencja produktów z Azji może dodatkowo obniżać inflację towarów. Ten ostatni czynnik może mieć kluczowe i często niedoceniane znaczenie, prowadząc do obniżenia inflacji bazowej towarów.
- Co prawda UE rozważa działania odwetowe polegające na podniesieniu ceł na amerykańskie produkty, ale wątpimy, że takie kroki mogłyby mieć istotny wpływ na CPI w Polsce. Po pierwsze, biorąc pod uwagę strukturę importu ze Stanów (np. relatywnie wysoki udział surowców energetycznych) trudno liczyć na znaczny wzrost średniej stawki celnej. Po drugie, towary konsumpcyjne ze Stanów stanowią zaledwie 0,1% całej konsumpcji, co w praktyce uniemożliwia znaczny proinflacyjny wpływ ceł.
- W sumie oznacza to, że wojna celna stanowi dla Europy, w tym również Polski, potencjalnie istotny szok dezinflacyjny. W związku z tym w tym miesiącu obniżyliśmy ścieżkę CPI średniorocznie o 0,2 pp w bieżącym roku oraz o 0,3 pp w 2026 r. Ryzyko dla tego scenariusza uznajemy za niesymetryczne i nie wykluczamy jeszcze głębszego spadku inflacji.



Inflacja

Inflacja minęła szczyt

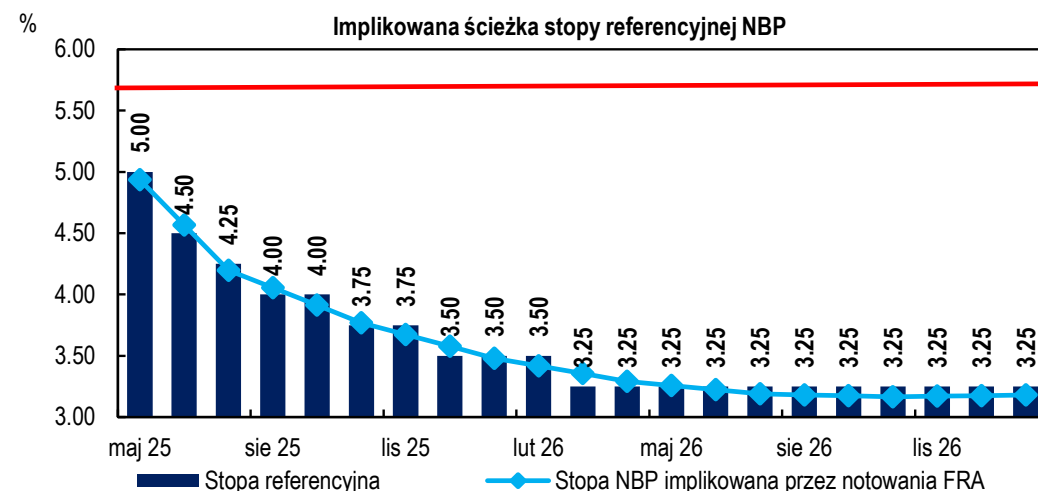
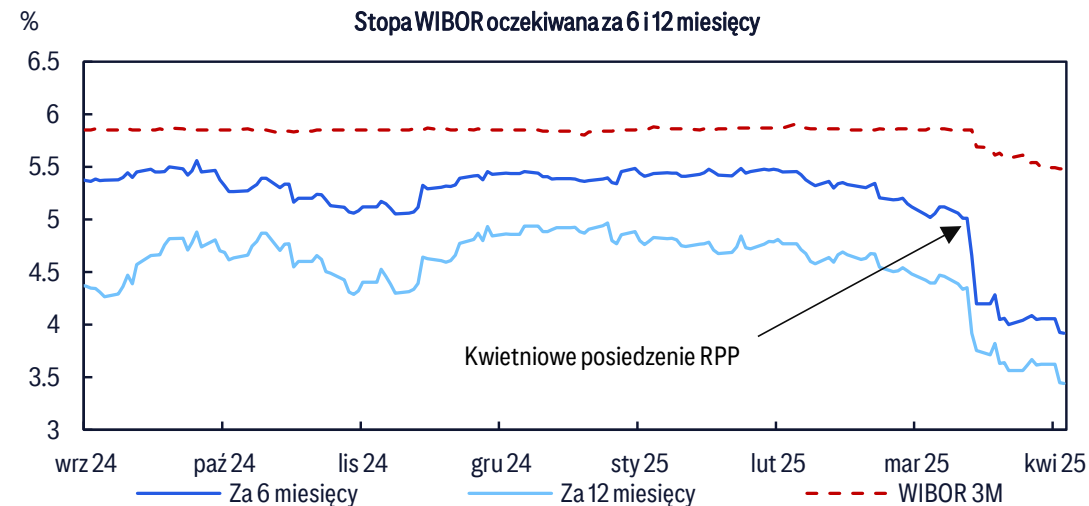
- Nawet nie uwzględniając efektów wojny celnej, perspektywy inflacyjne w Polsce wydają się obecnie lepsze niż zakładano na początku roku. Pomimo znacznych podwyżek cen wyrobów alkoholowych i tytoniowych wskaźnik CPI utrzymał się w marcu na niezmiennym poziomie 4,9% r/r. Oznacza to, że wbrew wcześniejszym obawom inflacja w I kwartale nie przekroczyła 5%. Biorąc pod uwagę bardzo silne efekty statystyczne można przypuszczać, że kolejne miesiące przyniosą już znacznie niższe odczyty CPI. Będzie to związane z faktem, że rok temu w kwietniu wzrost VAT na żywność a w lipcu nastąpiło częściowe uwolnienie cen energii i żaden z tych efektów najprawdopodobniej nie powtórzy się w tym roku.
- Pozytywne tendencje widoczne są również w przypadku inflacji bazowej. Po jednorazowym wyskoku w styczniu, kolejne miesiące przyniosły spadek miesięcznej inflacji bazowej. Powszechnie śledzony wskaźnik obliczany po wyeliminowaniu wpływu żywności, paliw oraz energii kształtuje się obecnie na poziomie 0,2-0,25% m/m (już po oczyszczeniu z wpływu wahań sezonowych). Gdyby miesięczne wzrosty utrzymały się na tym poziomie w kolejnych miesiącach, inflacja bazowa spadłaby poniżej 3%, a więc powróciłaby do poziomów spójnych z celem NBP.
- W sumie nasza prognoza zakłada, że do końca bieżącego roku inflacja CPI może spaść do około 3,3%, a pod koniec przyszłego roku wyniesie 2-2,5%. Biorąc pod uwagę ryzyka inflacyjne związane z wojną celną, scenariusz w którym wskaźnik CPI spada poniżej 2% i tym samym kształtuje się wyraźnie poniżej celu banku centralnego wydaje się nie tylko możliwy, ale i prawdopodobny.



Polityka pieniężna

Wielka wolta

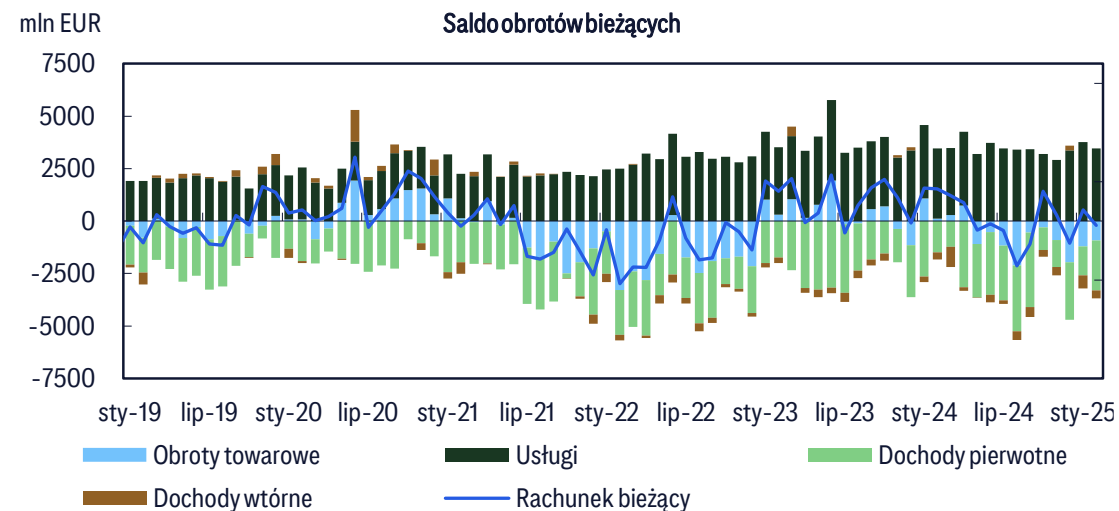
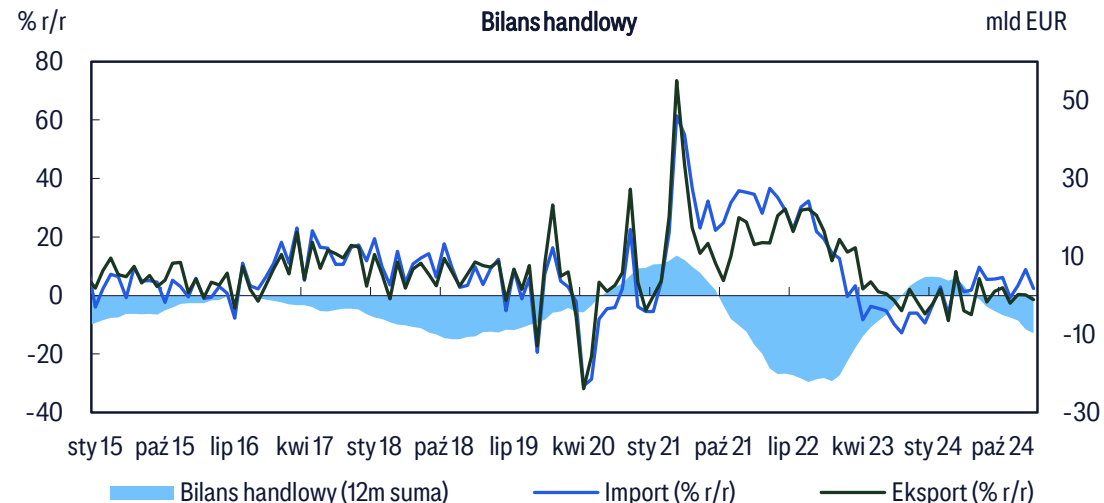
- Kwiecień przyniósł znaczną i niespodziewaną zmianę w nastawieniu władz monetarnych. Co prawda RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, jednak wypowiedzi prezesa NBP wyraźnie zasygnalizowały, że do obniżki stóp może dojść już wkrótce. Co więcej, podczas konferencji prasowej szef banku centralnego otwarcie rozważał możliwość cięcia stóp w krokach po 50 pb (a więc dwukrotnie większych niż „standardowa obniżka”). Było to drastyczne odejście od wcześniejszej strategii informacyjnej – jeszcze w lutym i marcu RPP sygnalizowała konieczność utrzymywania stóp procentowych przez dłuższy okres.
- Wolta komunikacyjna RPP sugeruje, że cięcia stóp zaczną się wcześniej i będą szybsze niż dotychczas zakładano. Obecnie nasz podstawowy scenariusz przewiduje, że już w maju stopy mogą zostać obniżone o 50pb do poziomu 5,25%, a na koniec roku stopa referencyjna może spaść do około 4,5%. Ostatecznie cykl obniżek może zakończyć się w trakcie 2026 roku, kiedy stopa referencyjna może sięgnąć 3,5%.
- Doświadczenia z poprzednich lat pokazują, że niepewność dotycząca przyszłych zmian stóp procentowych jest duża. W szczególności nie można wykluczyć przypadku w którym RPP decyduje się na jednorazową bardzo dużą lub dwie duże obniżki a następnie ogłasza koniec cyklu. Jednocześnie paradoksalnie możliwe jest opóźnianie pierwszej obniżki poza posiedzenie majowe. To co jest jednak w naszej ocenie najważniejsze, to fakt, że niezależnie od krótkoterminowej niepewności co do ścieżki stóp procentowych, wydaje się jasne, że stopy procentowe w ciągu najbliższego roku wyraźnie spadną.



Bilans płatniczy

Saldo towarowe znów z deficytem

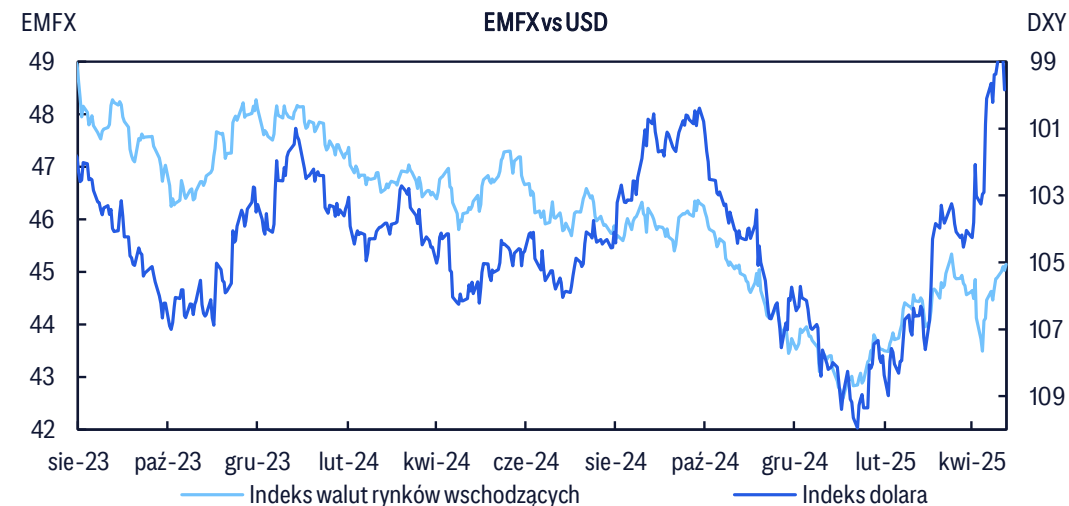
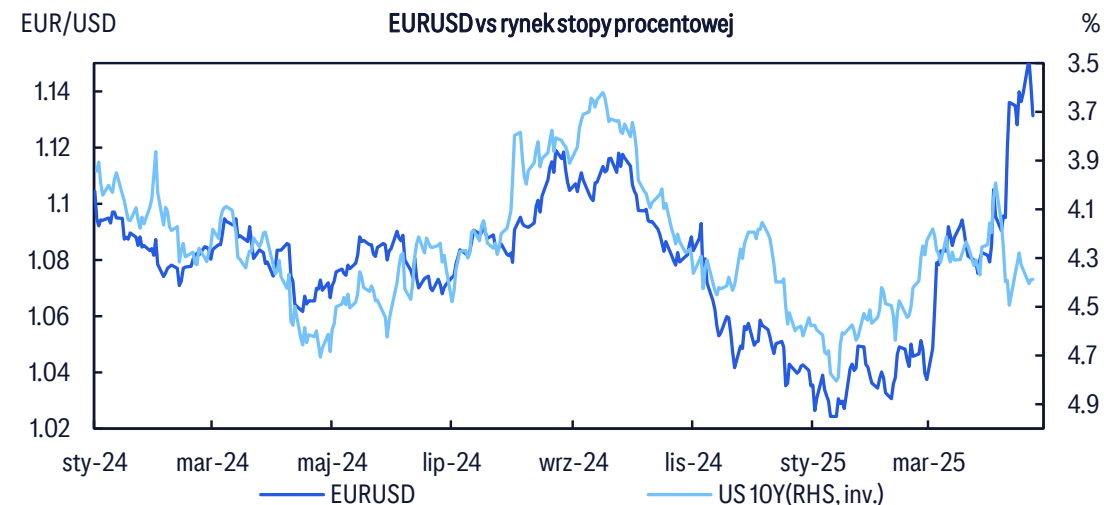
- W lutym saldo na rachunku obrotów bieżących było ujemne i wyniosło -220 mln EUR wobec 558 mln EUR w styczniu. Skumulowane roczne saldo na rachunku obrotów bieżących wyniosło -0,1% PKB.
- Jeżeli chodzi o obroty towarowe, deficyt w wymianie towarów nieco się zawęził do 919 mln EUR z 1208 mln EUR w styczniu. Wartość eksportu zmniejszyła się o 1,4% r/r, natomiast wartość importu zwiększyła się o 2,3% r/r.
- Spadki eksportu objęły wszystkie kategorie z wyjątkiem produktów rolnych. Największy spadek wartości odnotowano w eksporcie związanym z branżą motoryzacyjną (w tym aut osobowych, akumulatorów, samochodów dostawczych, ciągników oraz części motoryzacyjnych).
- Podobnie jak w przypadku eksportu, w lutym zmniejszyła się wartość importu środków transportu oraz towarów zaopatrzeniowych. Niemniej, import odnotował wzrosty w kategorii towarów konsumpcyjnych oraz produktów rolnych.
- W komentarzu do bilansu płatniczego NBP wskazuje, że spadki dla obu komponentów salda towarowego odzwierciedlają utrzymujące się niekorzystne tendencje w polskim i europejskim przemyśle.



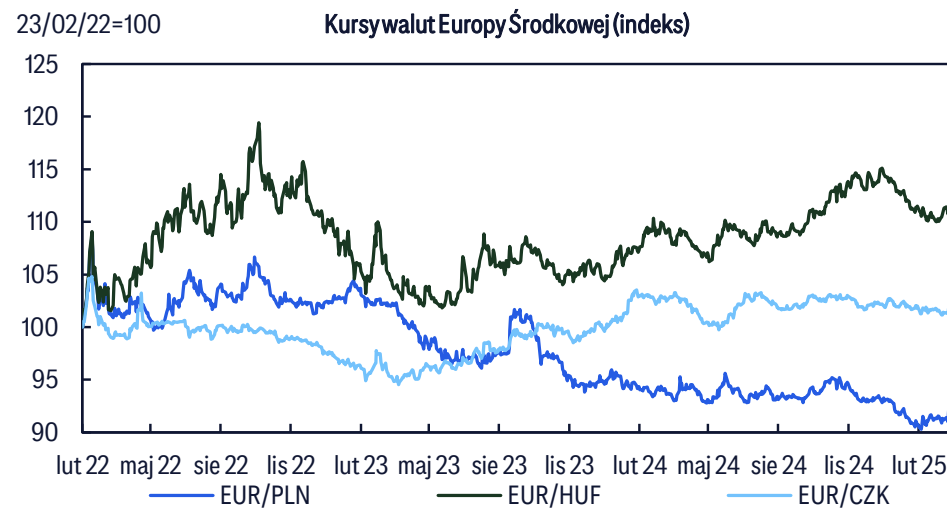
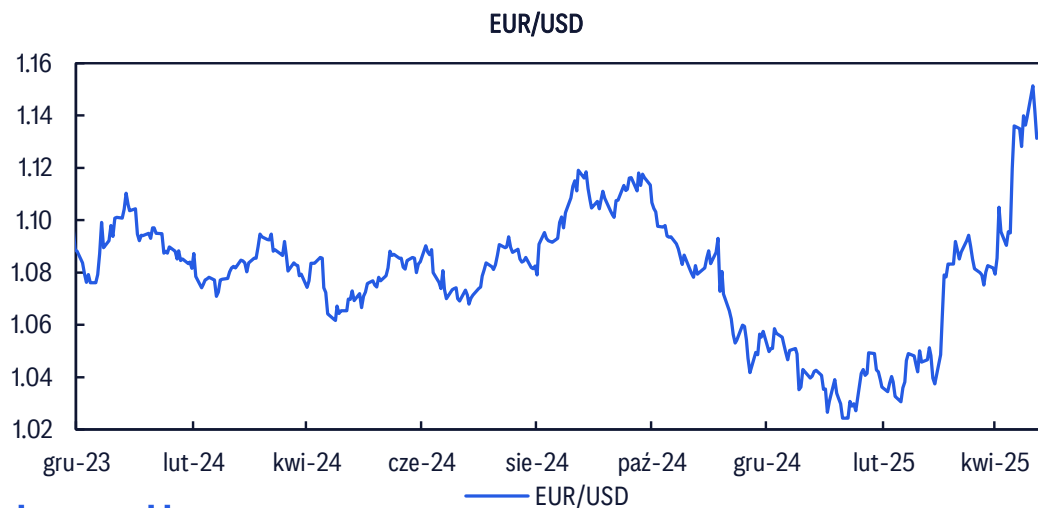
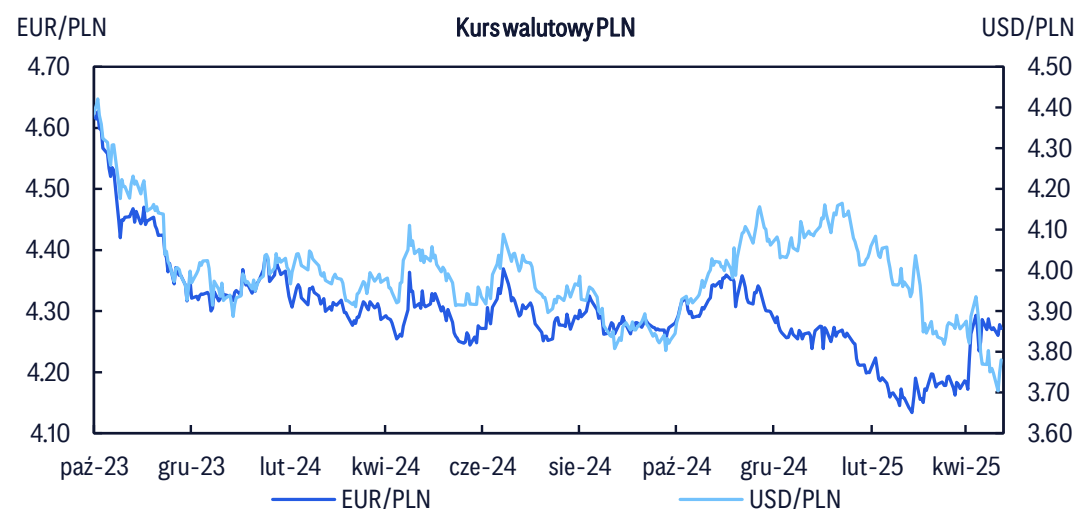
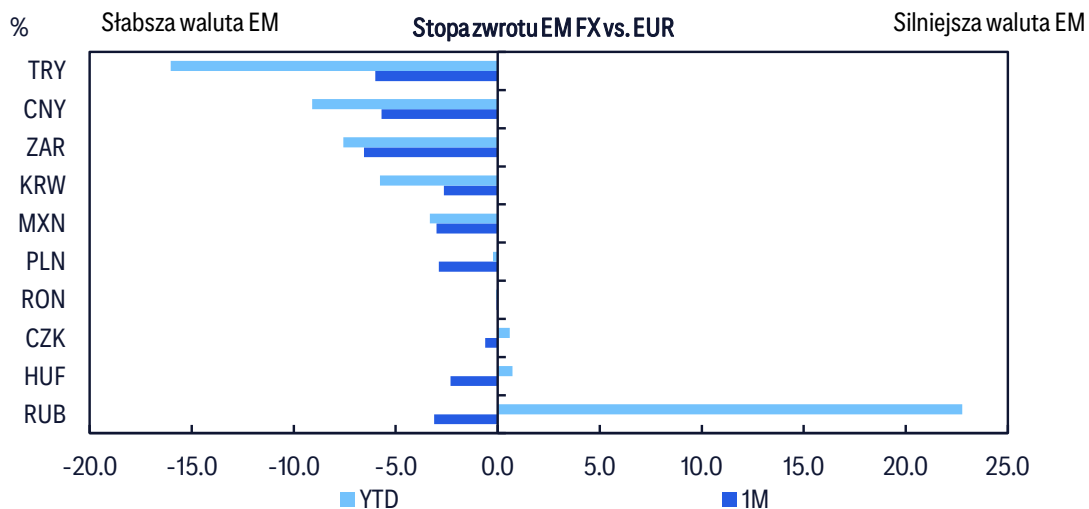
Rynek walutowy

Polityka celna odbija się na rynku walutowym

- Kwiecień przyniósł kontynuację osłabienia amerykańskiego dolara w obliczu niepewności rynkowej jak i gospodarczej wynikającej z nowej polityki celnej USA. O ile waluty rynków wschodzących (EMFX) przeważanie dobrze radzą sobie w środowisku słabego dolara, to w ostatnich tygodniach istotnie wzrosła również awersja wobec ryzyka, co ostatecznie odbijało się również negatywnie na indeksie EMFX. Złoty w tym otoczeniu radził sobie całkiem dobrze i o ile kurs EUR/PLN zanotował istotny wzrost (przejściowo nawet powyżej poziomu 4,30 wobec marcowego zamknięcia poniżej 4,20), to w przypadku USD/PLN notowania obniżyły się z poziomu 4,87 na koniec Q1 do 4,75 w drugiej połowie kwietnia.
- Zamieszanie dotyczące polityki handlowej USA (szerzej opisane na str. 3) powoduje wzrost niepewności zarówno dotyczącej wyników gospodarczych w USA jak i odpowiedzi po stronie fiskalnej oraz monetarnej. Powoduje to, że osłabieniu ulegają niektóre korelacje rynkowe, jak zmiany notowań kursu EUR/USD wobec notowań na rynku stopy procentowej (wykres górny obok). Tym razem pomimo wzrostu rentowności amerykańskich obligacji doszło do osłabienia dolara, co odzwierciedla rynkowe obawy o skalę wpływu polityki celnej na perspektywy makroekonomiczne w Stanach.
- Naszym zdaniem powrót kursu EUR/PLN do poziomów poniżej 4,20 może być utrudniony ze względu na gołębią retorykę RPP i oczekiwane przez rynek obniżki stóp procentowych. Zakładamy, że para EUR/PLN będzie utrzymywała się bliżej zakresu 4,28-4,30 przy braku nowych czynników, które nasilałyby awersję do aktywów ryzykownych.



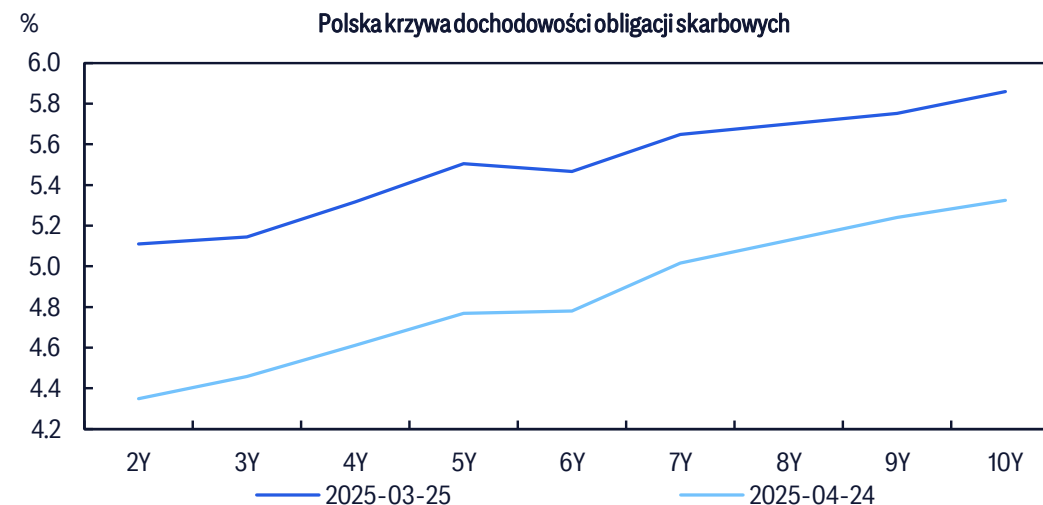
Rynek walutowy



Rynek długu

Retoryka RPP spycha rentowności SPW

- Kwiecień przyniósł spore zmiany na krzywej dochodowości polskich obligacji skarbowych. Spadki na krzywej sięgały od 40 pb na długim końcu do ponad 90 pb na krótkim końcu. Taki ruch to przede wszystkim pokłosie zmiany oczekiwań rynkowych wobec polityki pieniężnej w Polsce. Kwietniowe posiedzenie RPP, a zwłaszcza konferencja prasowa prezesa Glapińskiego pokazały, że obniżki stóp procentowych możliwe są jeszcze w pierwszej połowie tego roku.
- Od końca marca różnica dochodowości polskich 10-letnich papierów nad amerykańskimi zmniejszyła się o 50 pb, na co prócz spadku rentowności polskich obligacji składał się wzrost dochodowości w USA. Pomimo zwiększenia się oczekiwań rynkowych co do skali obniżek stóp procentowych przez Fed, rentowności amerykańskich obligacji rosły na co składały się ograniczenia płynnościowe oraz kwestionowanie przez inwestorów statusu amerykańskich papierów jako bezpiecznej przystani, głównie w związku z niepewnością co do kierunku polityki amerykańskiej administracji.
- Naszym zdaniem rynkowe oczekiwania co do skali obniżek stóp procentowych w Polsce, które wskazują na przestrzeń do luzowania o nawet 225 pb w tym roku, mogą być przesadzone. W związku z tym zakładamy, że pole do spadku rentowności na papierów 2-letnich jest ograniczone. Oczekujemy, że notowania papierów 10-letnich będą zmierzały w stronę 5% w perspektywie najbliższych dwóch kwartałów. W krótkim terminie podwyższone poziomy deficytu fiskalnego nie powinny powstrzymać spadku rentowności SPW, a uwaga pozostaje skupiona na realizacji wieloletniego zacieśnienia fiskalnego w ramach EDP.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2024						2025						
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-5.7	7.8	-1.6	0.0	5.3	-1.3	-0.5	4.7	-1.3	0.3	-0.9	-1.8	2.6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	4.0	-1.9	-4.4	3.0	-2.9	-5.0	8.8	9.8	-5.4	-8.0	2.3	-0.3	8.6
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-6.0	8.1	-1.6	-0.1	5.4	-1.4	-0.4	4.9	-1.7	-0.2	-0.6	-2.1	3.0
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-13.4	-2.0	-6.5	-9.0	-1.3	-9.6	-9.0	-9.6	-9.3	-8.0	4.2	-0.1	-1.1
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	6.1	4.1	5.0	4.4	4.4	2.6	-3.0	1.3	3.1	1.9	4.9	-0.5	-0.3
Stopa bezrobocia (%)	5.3	5.1	5.0	4.9	5.0	5.0	5.0	4.9	5.0	5.1	5.4	5.4	5.3
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.2	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.6	-0.9	-0.9	-0.9
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2.0	2.4	2.5	2.6	4.2	4.3	4.9	5.0	4.7	4.7	4.9	4.9	4.9
Inflacja (% m/m)	0.2	1.1	0.1	0.1	1.4	0.1	0.1	0.3	0.5	0.0	1.0	0.3	0.2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-9.9	-8.5	-7.0	-5.8	-5.1	-5.5	-6.2	-5.1	-3.8	-2.7	-1.0	-1.3	-1.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.5	0.3	-0.3	0.4	-0.4	-0.5	-0.3	0.5	0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	12.0	11.3	11.4	11.0	10.6	11.1	10.3	10.2	10.5	9.8	9.2	7.9	7.7
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	1293	922	-468	-142	-491	-2276	-1160	1510	313	-1119	558	-220	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	293	745	-1098	-533	-1167	-2108	-554	-302	-900	-1962	-1208	-919	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	28797	28764	27061	27473	27436	25230	28310	30637	29004	24860	27533	27240	-
Eksport (% r/r)	-8.6	8.3	-5.3	-6.6	5.8	-2.3	1.5	2.6	-2.6	0.4	0.2	-1.4	-
Import f.o.b. (mln EUR)	28504	28019	28159	28006	28603	27338	28864	30939	29904	26822	28741	28159	-
Import (% r/r)	-6.5	6.0	1.4	1.9	9.7	5.5	5.6	6.2	-0.8	3.4	8.9	2.3	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2024						2025						
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6.6	7.4	8.0	8.4	8.3	7.8	6.5	7.8	8.7	9.3	9.4	9.1	10.3
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10.2	10.4	10.6	10.8	10.9	10.2	8.7	10.1	10.4	10.2	10.1	10.3	10.1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	1.9	2.2	2.7	2.3	0.9	1.4	-1.7	0.6	2.1	4.0	5.4	3.6	5.9
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	-0.4	0.2	0.5	1.4	1.9	2.0	1.4	3.1	3.4	2.7	2.3	2.2	2.8
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-2.2	-2.2	-1.4	-0.5	0.3	2.2	1.9	3.4	5.8	5.4	5.2	5.0	3.0
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)	5.76	5.76	5.75	5.75	5.76	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.77	5.75
WIBOR 3M (koniec okresu)	5.77	5.76	5.75	5.75	5.76	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.76	5.76	5.74
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	5.56	5.46	5.44	5.51	5.68	5.64	5.90	5.98	6.17	5.73	5.67	5.55	5.43
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.28	5.54	5.45	5.21	4.62	4.84	4.68	4.82	4.95	5.13	5.17	5.18	5.10
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.49	5.60	5.49	5.49	5.25	5.09	4.94	5.50	5.38	5.58	5.59	5.55	5.36
EUR/PLN (koniec okresu)	4.32	4.32	4.27	4.31	4.30	4.28	4.28	4.35	4.30	4.27	4.21	4.16	4.18
USD/PLN (koniec okresu)	4.01	4.03	3.94	4.03	3.97	3.86	3.82	4.01	4.08	4.10	4.06	4.00	3.86
EUR/USD (koniec okresu)	1.08	1.07	1.09	1.07	1.08	1.11	1.12	1.09	1.06	1.04	1.04	1.04	1.08
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	24.5	39.9	53.1	69.9	82.8	88.7	107.3	129.8	141.8	210.9	3.2	36.3	76.3
Def. budżetowy skum. (% planu)*	10%	17%	22%	29%	34%	37%	45%	54%	59%	88%	1%	13%	26%

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	1049	1110
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3609	3876	4117
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	24170	28028	29664
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	5.1	5.2	5.0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.9	3.2
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.6	1.5	4.8	4.1
Konsumpcja (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.7	4.0	3.5	2.9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.7	3.3
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	1.2	4.4	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	3.3	4.1	5.9
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	3.4	2.3
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.8	2.7
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	7.9	6.1
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	4.50	3.50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.51	3.63
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.90	4.80	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.59	3.80
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.70	3.71
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.30	4.32
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.27	4.31

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	-2.6	-1.6
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	-2.1	-1.4
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.6	410.6	436.3
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.9	412.7	437.7
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	46.6	51.0
Saldo dochodów pierwotnych	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-42.8	-46.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.0	-4.8
Saldo pierwotne sektora	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.3	-3.2	-2.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	43.3	47.6	43.7	39.4	35.6	44.0	48.2	51.2

Prognozy długoterminowe

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.9	5.3	0.1	2.9	3.9	3.2	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	5.1	14.3	11.5	3.6	3.8	2.7	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	4.50	3.50	3.50
USD/PLN (Koniec okresu)	2.95	4.39	3.94	4.10	3.59	3.80	3.87
USD/PLN (Średnia)	3.01	4.45	4.20	3.98	3.70	3.71	3.87
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.69	4.35	4.27	4.30	4.32	4.33
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.69	4.54	4.31	4.27	4.31	4.33

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