

Citi Monthly

Cykl obniżek zmierza ku końcowi

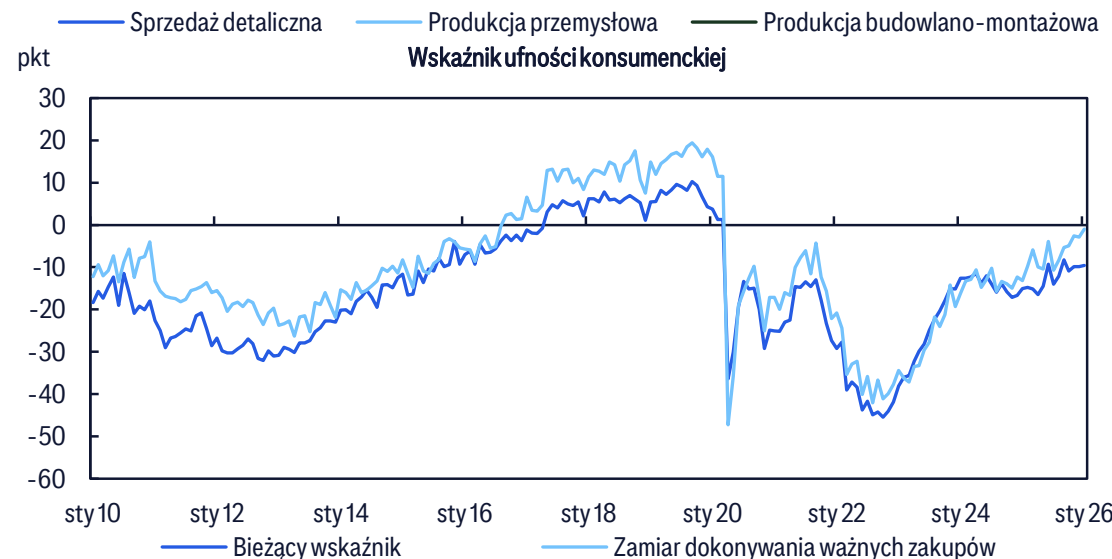
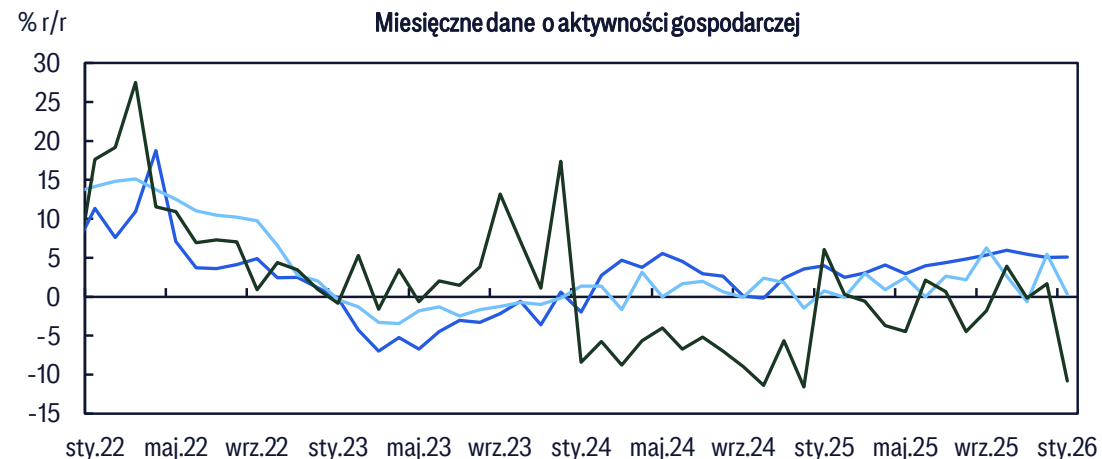
Podsumowanie

- W 2025 roku polska gospodarka odnotowała wzrost PKB na poziomie 3,6% r/r, a motorem napędowym pozostawały wydatki gospodarstw domowych. W nowym roku wzrost może jeszcze zyskać na sile dzięki ożywieniu inwestycji, a także dzięki silnej konsumpcji. Potwierdza to styczniowy wzrost sprzedaży detalicznej o 4,4% r/r i systematycznie poprawiające się wskaźniki ufności konsumenckiej.
- Nadzieje na dalsze ożywienie w polskim przemyśle są wspierane przez pozytywne sygnały z gospodarki strefy euro, gdzie wskaźniki PMI przekroczyły próg 50 punktów. Głównym czynnikiem ryzyka dla europejskiego, a w konsekwencji polskiego przemysłu, pozostają jednak potencjalne bariery handlowe i deklaracje celne ze strony USA.
- Pomimo wyhamowania dynamiki płac nominalnych w styczniu, rynek pracy pozostaje w bardzo dobrej kondycji. Wzrost realnych wynagrodzeń utrzymuje się na solidnym poziomie ok. 4%, a stopa bezrobocia jest stabilna i niska (3,2%). Dane te bynajmniej nie świadczą o znacznym pogorszeniu się sytuacji na rynku pracy.
- Styczniowa inflacja spadła, jednak spadek był mniejszy od prognoz. Niespodzianka nie świadczy o wzroście presji cenowej, lecz wynika z wyższych cen żywności i zmian metodologicznych w wyliczeniach GUS. Oczekujemy stabilizacji inflacji w pobliżu 2% w najbliższych miesiącach, z możliwością lekkiego wzrostu w drugiej połowie roku.
- Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła w lutym stopy procentowe bez zmian, jednak naszym zdaniem jest to raczej odłożenie decyzji w czasie niż zakończenie cyklu. Spodziewamy się kolejnej obniżki stóp o 25 pb już w marcu, czemu sprzyjać ma nowa, niższa projekcja inflacji NBP oraz niższe taryfy na energię. W sumie jednak podtrzymujemy nasz scenariusz, że cykl obniżek powoli dobiega końca.

Aktywność ekonomiczna

Konsumenci wciąż napędzają gospodarkę

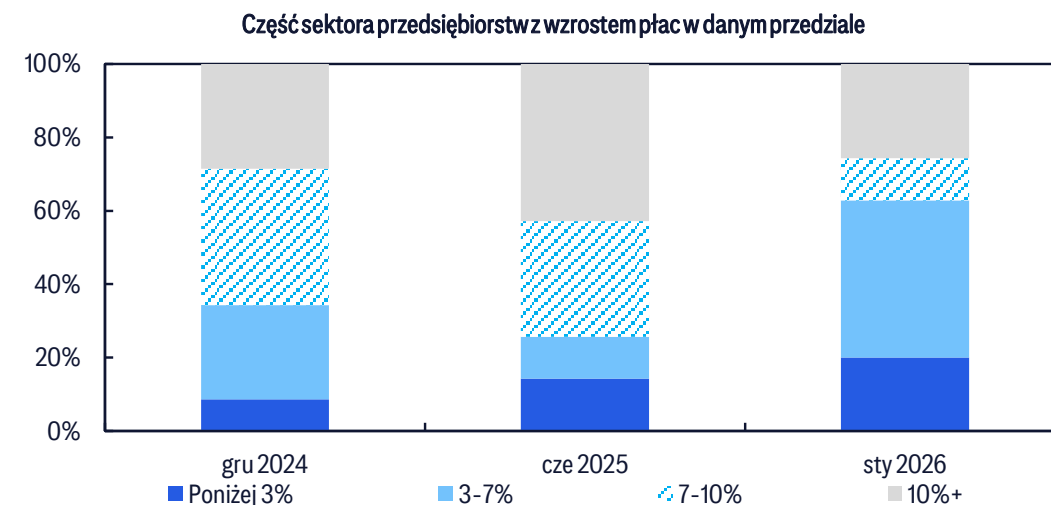
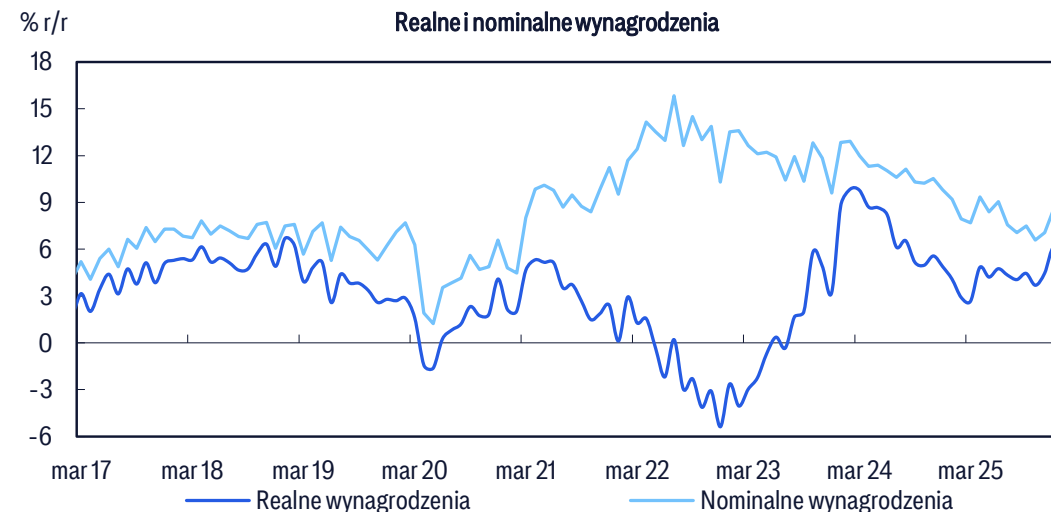
- Cały 2025 rok przyniósł wzrost PKB na poziomie 3,6% r/r, charakteryzując się poprawiającą się dynamiką w następujących po sobie kwartałach. Wzrost PKB w ostatnim kwartale sięgnął 4,0% r/r.
- W styczniu produkcja przemysłowa zaskoczyła spadkiem o 1,5% r/r (konsensus: 1,7% r/r). Rozczarowujący wynik odnotowała również produkcja budowlano-montażowa, która obniżyła się o 12,8% r/r (konsensus: -5,0% r/r). Słabsze odczyty wpisują się jednak w kontekst silnych mrozów panujących w tym okresie w Polsce oraz prawdopodobne odreagowanie po wyjątkowo silnym grudniu. Biorąc to pod uwagę, naszym zdaniem styczniowe dane nie stanowią powodu do niepokoju.
- Ostatnie sygnały płynące ze strefy euro wskazują na obiecujące perspektywy dla polskiego sektora przemysłowego. W lutym wskaźniki PMI w strefie euro przekroczyły granicę 50 pkt, dając nadzieje na trwałe ożywienie, co wspierane było m.in. przez wzrost nowych zamówień. Sprzyjające tendencje naznaczone są jednak ryzykiem związanym z ostatnimi deklaracjami celnymi prezydenta Trumpa, komplikując proces wyjścia europejskiego przemysłu na prostą.
- Z kolei sprzedaż detaliczna pozytywnie zaskoczyła, rosnąc o 4,4% r/r (konsensus: 3,1% r/r). Sytuacja konsumentów pozostaje korzystna, co znajduje potwierdzenie m.in. we wskaźnikach ufności konsumenckiej, wykazujących systematyczną poprawę. Umacnia to nasze przekonanie o solidnym wsparciu konsumpcji prywatnej dla wzrostu gospodarczego w bieżącym roku.



Rynek pracy

Płace ponownie hamują

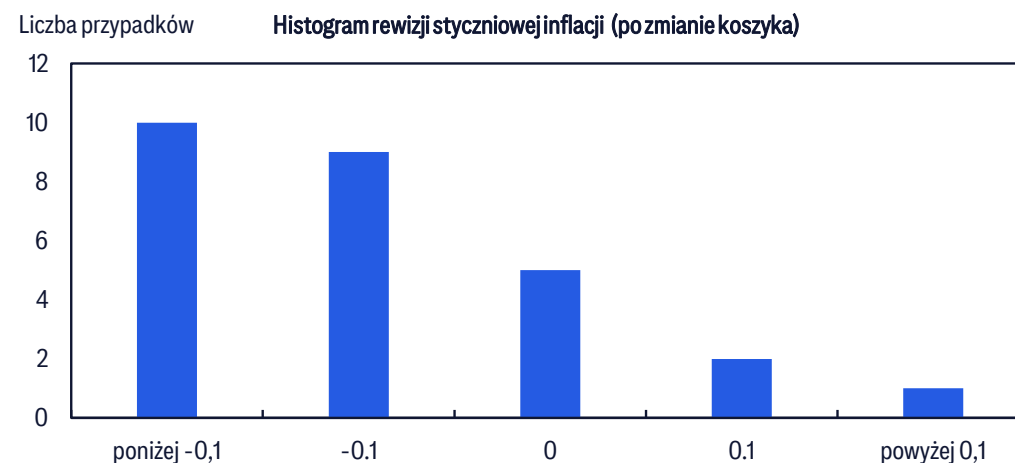
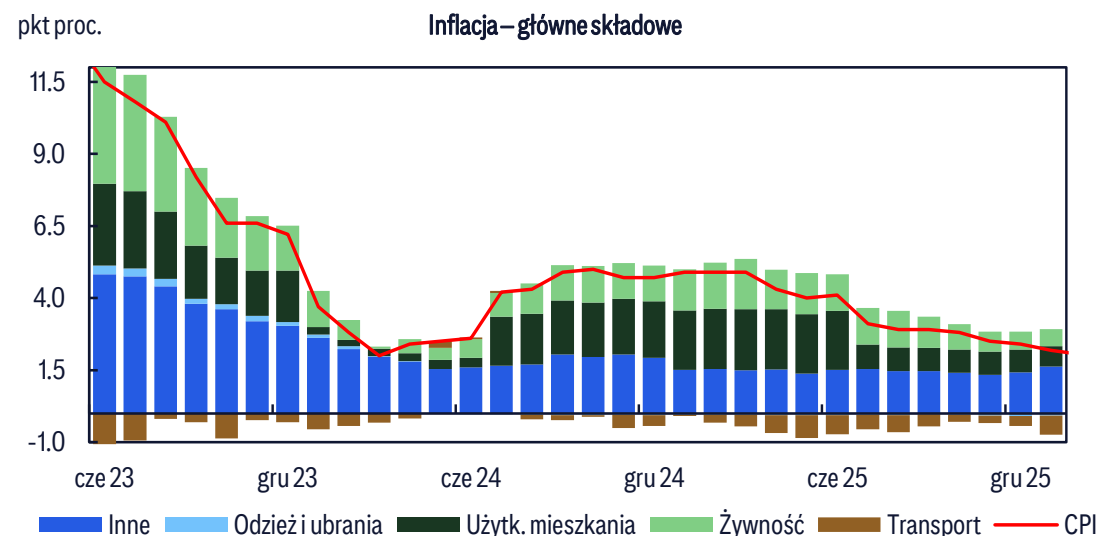
- Zgodnie z naszymi przypuszczeniami, zaskakująco silne dane o wynagrodzeniach w grudniu okazały się tylko przejściowym zjawiskiem. W styczniu tempo wzrosty płac wyhamowało do 6,1% r/r (z 8,6% miesiąc wcześniej), co okazało się wynikiem niższym od prognoz rynkowych.
- Rzut oka na dokładne rozbitcie danych pokazuje, że stopniowo maleje liczba branż, w których notowane są dynamiczne podwyżki, a rośnie liczba branż z umiarkowanymi zmianami płac. Według naszych szacunków w ostatnich trzech miesiącach ponad 54% sektora przedsiębiorstw raportowała zanalizowane wzrosty wynagrodzeń w granicach 3-7%, podczas gdy w połowie minionego roku ten odsetek wynosił 43%.
- Normalizacja dynamiki płac to głównie opóźniona reakcja na spadek inflacji. W tym samym czasie wzrosty realnych wynagrodzeń utrzymywały się na poziomie około 4%, a więc wyższym niż średnia długoterminowa. Oznacza to, że słabsza dynamika płac nie świadczy o pogarszaniu się sytuacji na rynku pracy.
- O tym, że rynek pracy pozostaje w relatywnie dobrej kondycji świadczy również fakt, że przez całą drugą połowę roku stopa bezrobocia utrzymywała się na praktycznie niezmiennym poziomie 3,2%. Dane te są oparte o badania ankietowe rynku pracy i w przeciwieństwie do tzw. bezrobocia rejestrowanego nie wpływają na nie zmiany regulacyjne/prawne, które wpływają miary rynku pracy pochodzące z urzędów pracy.



Inflacja

Spadek, ale mniejszy od oczekiwanego

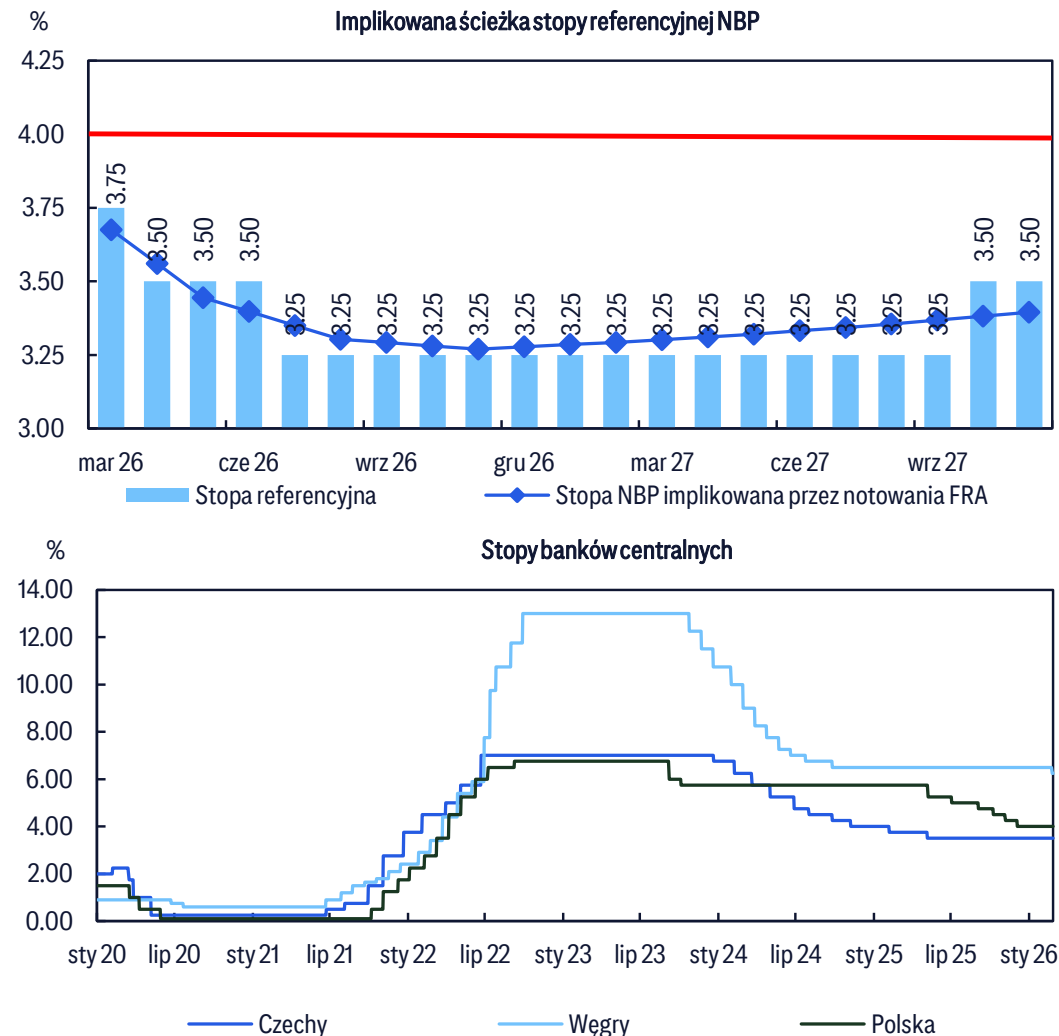
- Według wstępnego odczytu, styczniowa inflacja obniżyła się do 2,2% r/r z 2,4% w grudniu. Dane okazały się jednak wyższe od naszych oraz rynkowych prognoz, które koncentrowały się poniżej 2%.
- Wyższa od oczekiwań inflacja nie świadczy o szczególnym ożywieniu presji cenowej. Szacujemy, że 0,1 punktu proc. z odnotowanej niespodzianki wynikało z wyższych cen żywności, a pozostałe 0,3 punktu to efekt zmian metodologicznych, związanych z przejściem na inny sposób klasyfikacji produktów i usług przez GUS (COICOP 2018).
- Niewykluczone, że styczniowe dane zostaną przy okazji kolejnej publikacji zrewidowane w dół. Historycznie, zmiany koszyka inflacyjnego na początku roku prowadziły do takich rewizji w siedmiu na dziesięć lat (wykres obok). Co więcej, gdy do rewizji dochodziło, styczniowe dane były obniżane średnio o 0,2 pkt. proc. Jeżeli rzeczywiście tak będzie i tym razem, rewizja danych w marcu może w dużej części zniwelować styczniową obniżkę.
- Abstrahując od zmian metodologicznych, które mają charakter czysto techniczny, presja inflacyjna wydaje się pod kontrolą. W horyzoncie najbliższych kilku miesięcy spodziewamy się stabilizacji inflacji na poziomie około 2%, ale oczekujemy również, że w drugiej połowie roku inflacja może ponownie zacząć powoli rosnąć pod wpływem ożywienia gospodarczego i silnego popytu krajowego.



Polityka pieniężna

W oczekiwaniu na marcową obniżkę

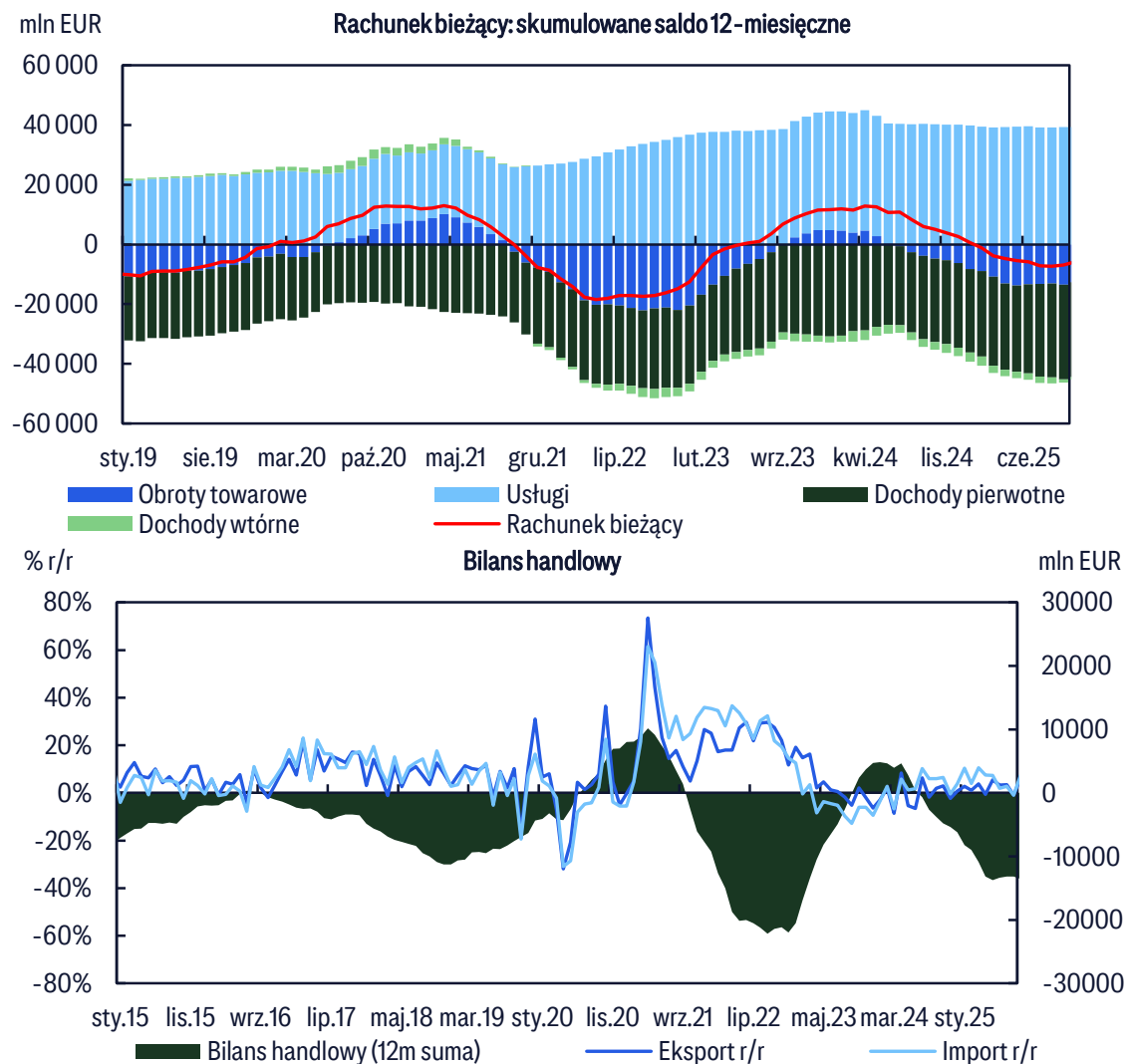
- Lutowa decyzja Rady Polityki Pieniężnej do samego końca pozostawała pod znakiem zapytania, dzieląc ekonomistów niemal po równo na tych oczekujących obniżki oraz na spodziewających się pauzy. Ostatecznie RPP postanowiła pozostawić stopy bez zmian, co w naszej ocenie najpewniej oznacza tylko odłożenie decyzji o obniżkach w czasie, a nie zakończenie cyklu.
- W marcu spodziewamy się rewizji w dół ścieżki projekcji inflacyjnej publikowanej przez NBP. Zgodnie z naszą prognozą średnioroczna inflacja w bieżącym roku wyniesie około 2,1%, co jest istotnie niższym wynikiem niż 2,9% przewidywane w poprzedniej, listopadowej publikacji NBP. Sami członkowie Rady wydają się przekonani, że nowa projekcja będzie niższa niż dotychczas. Potwierdza to np. wypowiedź prezesa Głapińskiego, który podczas ostatniej konferencji prasowej sugerował, że inflacja powinna pozostać w pobliżu celu przez cały rok.
- Naszym zdaniem jeżeli nowa projekcja nie wykaże niczego alarmującego, RPP zapewne zdecyduje się na obniżkę stóp już w marcu. Taką decyzję powinien wspierać także powrót płac do trendu spadkowego oraz obniżenie taryf na energię elektryczną. Przy założeniu braku zewnętrznych szoków oraz uwzględniając zagrożenia regularnie sygnalizowane przez RPP, nie dostrzegamy nowych zagrożeń, które mogłyby powstrzymać Radę od poluzowania polityki pieniężnej na zbliżającym się posiedzeniu.
- Utrzymujemy nasz bazowy scenariusz, który po marcowej obniżce o 25 pb, zakłada jeszcze tylko jedną obniżkę w trakcie II kwartału.



Bilans płatniczy

Tradycyjne pogorszenie salda C/A na koniec roku

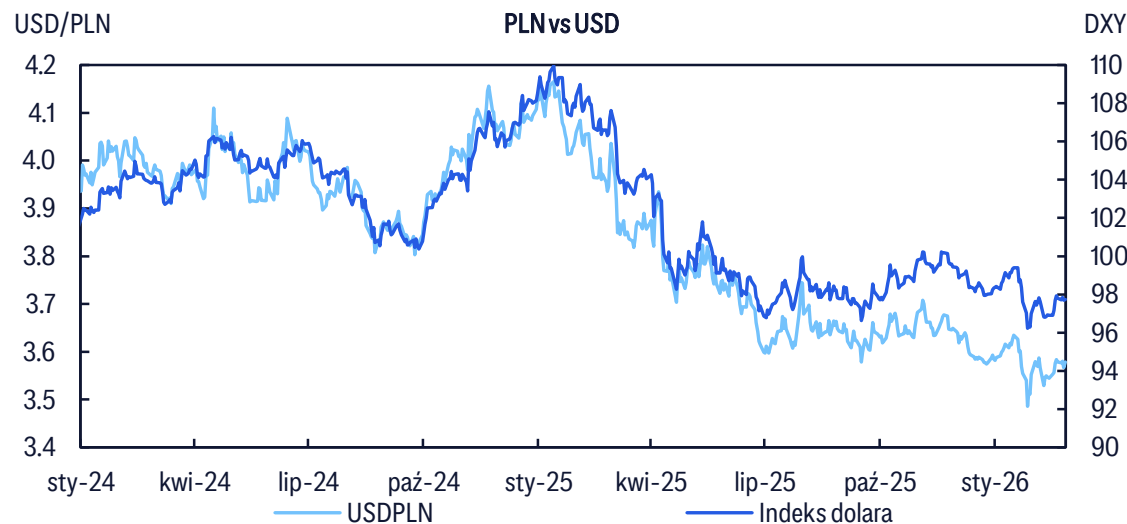
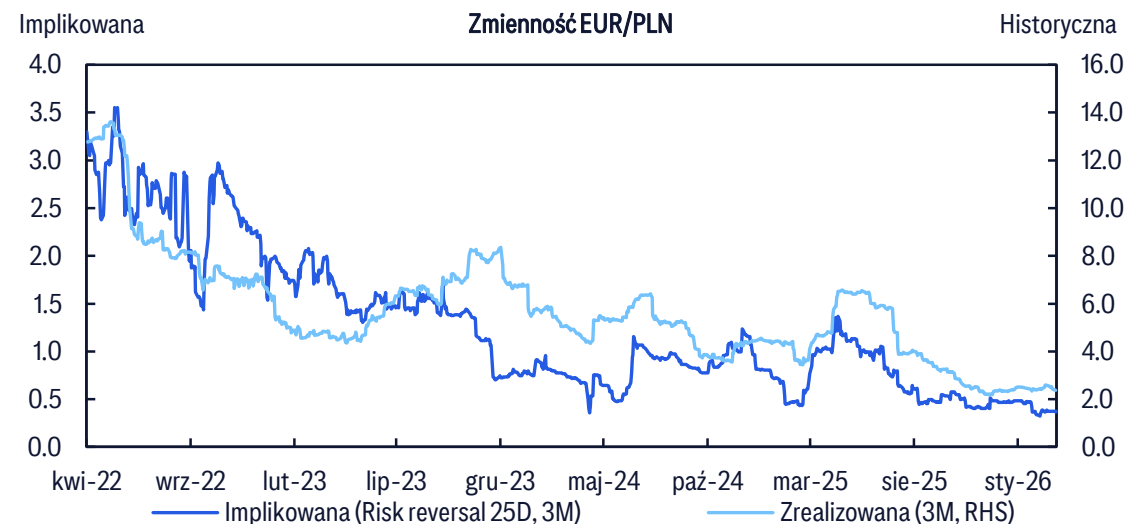
- W grudniu deficyt na saldzie rachunku obrotów bieżących pogłębił się do -1698 mln EUR wobec -499 EUR w listopadzie.
- Na spadek ogólnego wyniku w dużym stopniu wpłynął deficyt salda obrotów towarowych, który osiągnął najniższy poziom w całym roku, zamykając się na poziomie -2298 mln EUR.
- Mimo słabego salda obrotów towarowych, w grudniu odnotowano wysokie wzrosty eksportu i importu odpowiednio o 9,7% r/r i 10,1% r/r. Cały 2025 r. przyniósł satysfakcjonujące wyniki w handlu zagranicznym, charakteryzując się w zdecydowanej większości miesięcy dodatnią dynamiką składowych wymiany handlowej. Ponadto w drugiej połowie roku dynamika eksportu i importu uległa względnemu zrównaniu, kończąc tym samym fazę wyraźnej przewagi importu nad eksportem.
- Według komentarza NBP, w grudniu wzrost eksportu napędzany był głównie przez produkty rolne, podczas gdy import wspierały dobra inwestycyjne, towary zaopatrzeniowe oraz uzbrojenia.
- Dalszy wzrost popytu na dobra inwestycyjne, silny złoty prowadzący do obniżania się opłacalności polskiego eksportu oraz rosnąca rola chińskich towarów na rynku europejskim mogą w bieżącym roku ponownie doprowadzić do dominacji tempa wzrostu importu nad eksportem, wywierając większą presję na saldo obrotów towarowych i pogłębiając deficyt salda za cały rok.



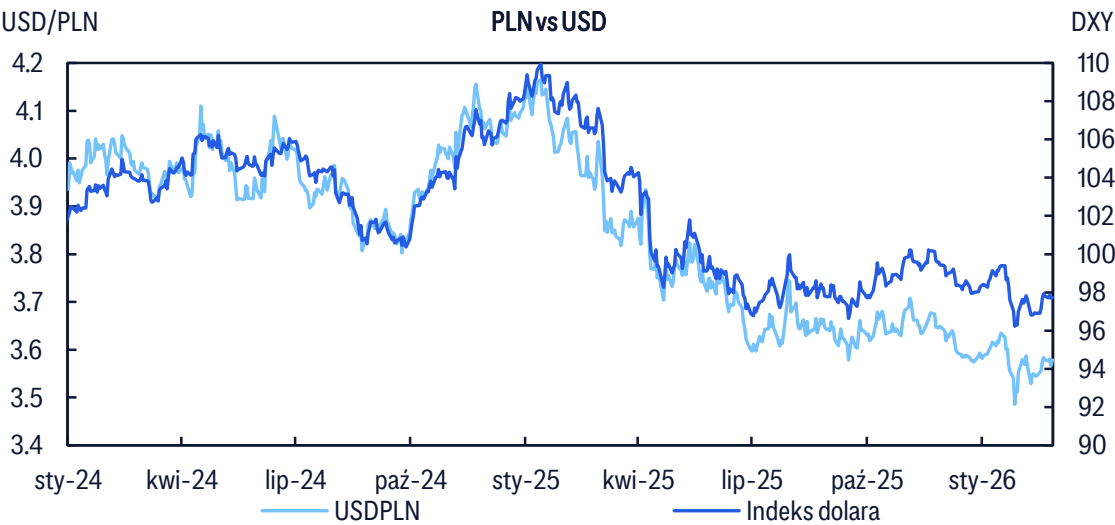
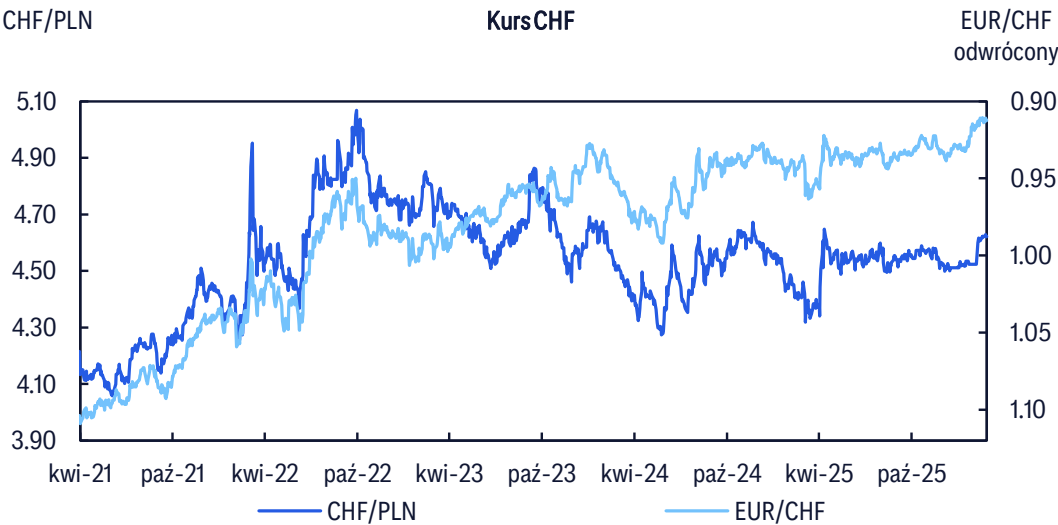
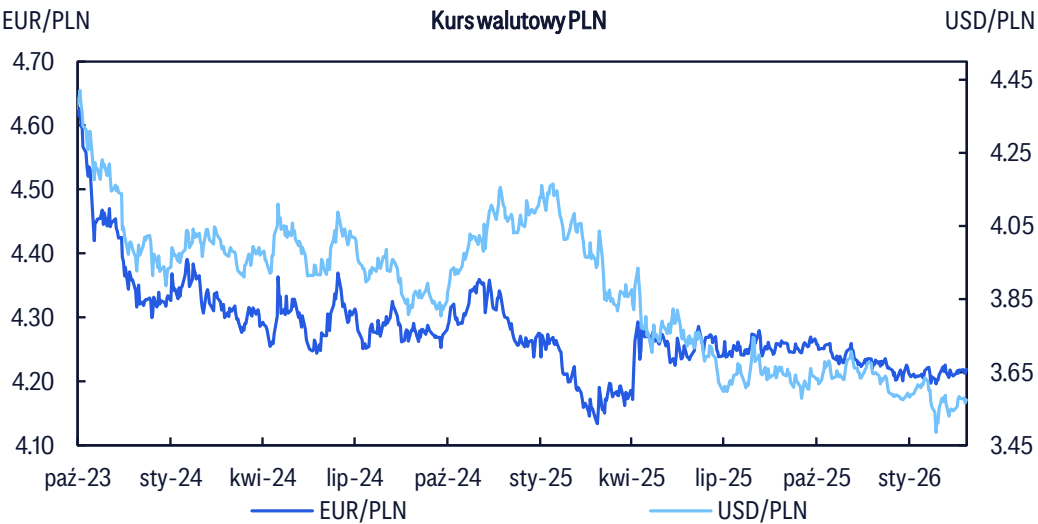
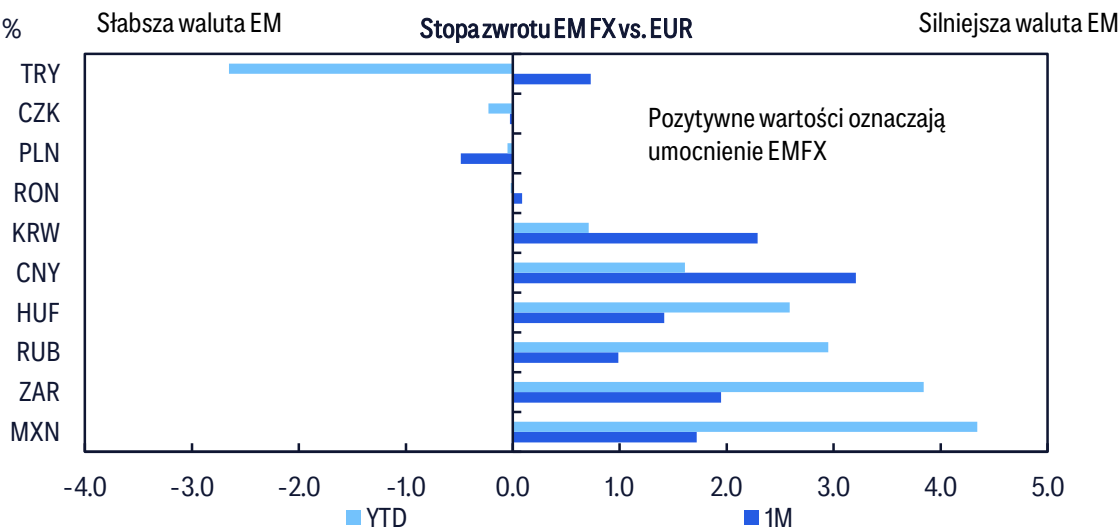
Rynek walutowy

Złoty stabilny na początku roku

- W lutym złoty nieznacznie osłabił się w relacji do euro oraz dolara, ale nie były to duże zmiany i wynikały przede wszystkim ze spadku kursu EUR/USD, który po osiągnięciu poziomu 1,20 w styczniu, obniżył się w stronę poziomu 1,18.
- W ostatnim czasie zmienność kursu złotego pozostaje niska w ujęciu historycznym. Ma to miejsce zarówno w przypadku zrealizowanej zmienności z rynku spot (czyli rzeczywistych notowań kursu EUR/PLN) jak i w przypadku implikowanej zmienności na podstawie rynku opcyjnego. Uważamy, że inwestorzy obecnie są niechętnie nastawieni do „grania przeciwko złotemu”, głównie ze względu na napływ do Polski znacznych transferów walut (głównie ze środków UE), które w przypadku wymiany na złote na rynku mogłyby umacniać notowania PLN.
- Obniżki stóp procentowych w Polsce nie stanowią naszym zdaniem czynnika, który mógłby wpływać na osłabienie złotego, gdyż cykl RPP zbliża się już do końca. Ponadto, w ujęciu realnym stopy procentowe w Polsce pozostaną na poziomie dodatnim.
- Naszym zdaniem solidna sytuacja gospodarcza (nawet w obliczu obaw o sytuację fiskalną) wciąż przemawia za relatywnie mocnym kursem złotego. Z tego względu oczekujemy, że w najbliższych miesiącach kurs EUR/PLN będzie pozostawał blisko poziomu 4,20. Wśród czynników ryzyka widzimy przede wszystkim pogorszenie sytuacji geopolitycznej, która wywołałaby odpływ kapitału w stronę bezpiecznych przystani, co stanowiłoby negatywne środowisko nie tylko dla złotego, ale szerzej dla walut rynków wschodzących.



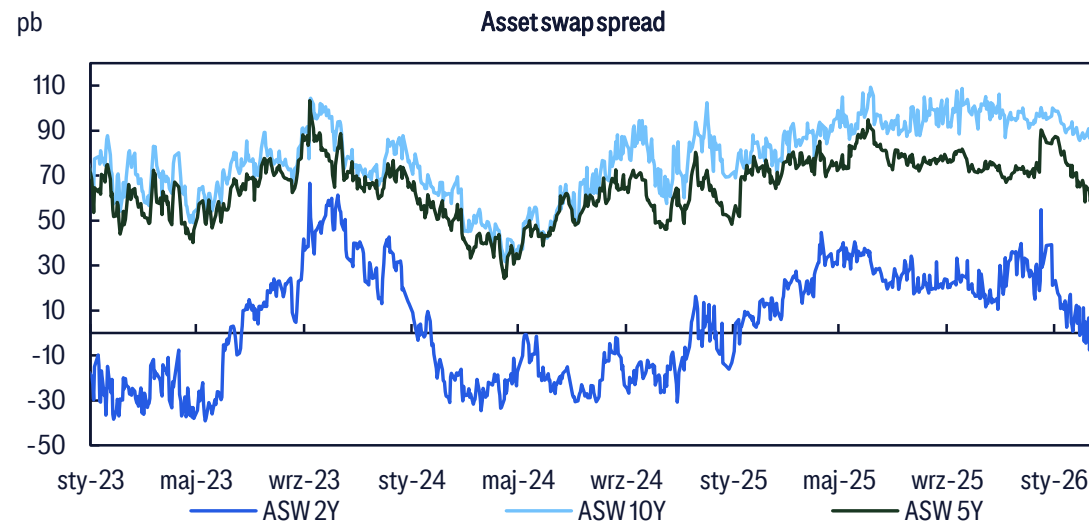
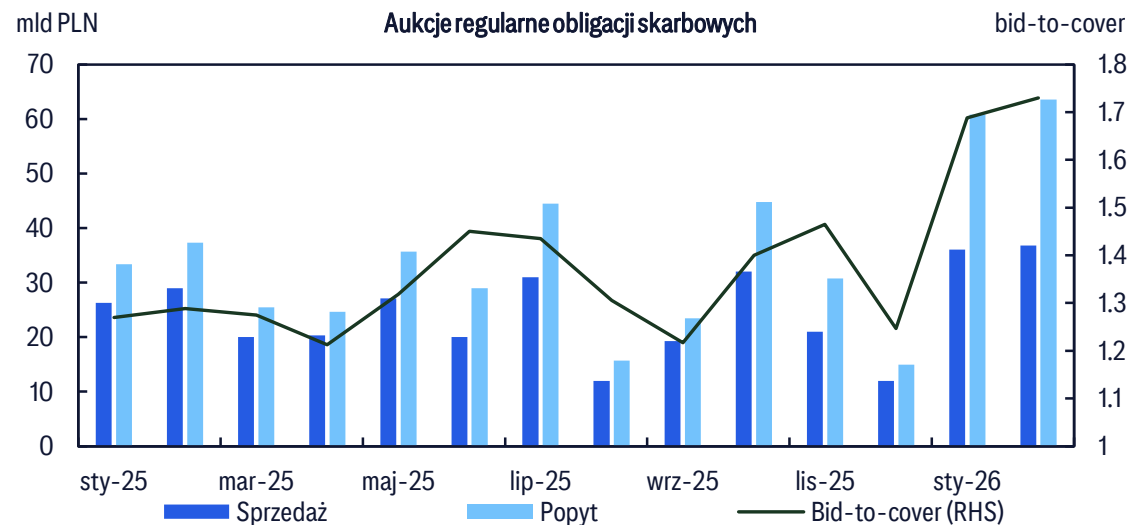
Rynek walutowy



Rynek długu

Silny popyt na polski dług

- Pomimo braku obniżek stop procentowych na początku roku, na krzywej obligacji skarbowych notowane są dalsze spadki, które od końca ubiegłego roku mieszczą się w zakresie od 20 pb do blisko 50 pb. Jednocześnie spread rentowności polskich obligacji w relacji do papierów z rynków bazowych obniżył się.
- Wrażenie robi silny spadek rentowności obligacji na krótkim końcu krzywej dochodowości. W tym przypadku spadek inflacji w połączeniu z oczekiwaniami na kontynuację obniżek stóp procentowych motywowały spadki rentowności obligacji z krótszym terminem do wykupu.
- Na tegorocznych aukcjach obligacji skarbowych obserwujemy zauważalny wzrost popytu. Wskaźnik bid-to-cover (stosunek popytu do sprzedaży) na aukcjach regularnych wynosi ponad 1,7 w pierwszych dwóch miesiącach roku, wobec 1,3 w ubiegłym roku. Wzrost wskaźnika bid-to-cover wynika ze wzrostu ofert składanych przez kupujących, gdyż jednocześnie łączna sprzedaż na aukcjach w styczniu i lutym wzrosła.
- Wysoki deficyt fiskalny w połączeniu z dużymi potrzebami pożyczkowymi oraz zmianą perspektyw dla polskiego długu w stronę negatywną przez agencje ratingowe powoduje, że spready Asset Swap pozostają wysokie. Jednak wspomniany silny popyt na tegorocznych aukcjach obligacji skarbowych pozwolił na stopniowe zacieśnienie ASW, które w sektorze 10-letnim zeszły w pobliże 80 pb z 100 pb notowanych pod koniec ubiegłego roku. Uważamy, że istnieje dalsze pole do spadku rentowności polskich obligacji skarbowych, jednak naszym zdaniem pole do ruchu jest większe na dłuższym końcu krzywej, gdyż w sektorze 10-letnimi notowania będą zmierzać w stronę 4,65% do końca roku.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2025												2026
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-0.9	-1.8	2.5	1.3	4.0	-0.4	3.0	0.7	7.6	3.2	-1.1	7.3	-1.5
Produkcja przemysłowa (% m/m)	2.3	-0.3	8.5	-3.1	-1.9	-1.3	0.4	-7.1	16.3	5.3	-9.4	-0.2	-6.1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-0.6	-2.1	2.9	1.8	4.3	0.1	3.5	1.1	8.4	3.3	-1.3	8.0	-3.3
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	4.2	-0.1	-1.0	-4.2	-2.9	2.1	0.7	-7.0	0.2	4.2	0.1	4.5	-12.8
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	4.9	-0.5	-0.3	7.6	4.4	2.2	4.8	3.1	6.4	5.4	3.1	5.3	4.4
Stopa bezrobocia (%)	5.4	5.5	5.4	5.2	5.1	5.1	5.4	5.5	5.6	5.6	5.6	5.7	6.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.7	-0.8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4.9	4.9	4.9	4.3	4.0	4.1	3.1	2.9	2.9	2.8	2.5	2.4	2.2
Inflacja (% m/m)	1.0	0.3	0.2	0.4	-0.2	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.6
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.0	-1.3	-1.0	-1.6	-1.5	-1.5	-1.3	-1.3	-1.4	-2.2	-2.3	-2.5	-2.6
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	0.5	-0.2	-0.5	-0.5	-0.3	0.1	-0.4	-0.3
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	9.2	7.9	7.7	9.3	8.4	9.0	7.6	7.1	7.5	6.6	7.1	8.6	6.1
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-35	115	-1136	88	-711	-262	-1571	-2239	-408	2053	-499	-1698	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-868	-620	-1551	-1509	-1617	-113	-982	-2075	-943	443	-1087	-2298	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	28220	27949	29909	28585	28560	28376	28518	25115	30190	32390	29859	27350	-
Eksport (% r/r)	2.7	1.2	3.9	-0.6	5.5	3.3	3.5	-0.9	6.2	5.5	2.7	9.7	-
Import f.o.b. (mln EUR)	29088	28569	31460	30094	30177	28489	29500	27190	31133	31947	30946	29648	-
Import (% r/r)	10.4	4.0	10.5	7.6	7.3	1.9	2.7	-1.0	7.4	2.9	3.1	10.1	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2025												2026
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9.4	9.1	10.3	10.4	10.3	10.5	10.8	11.1	11.1	10.6	10.6	10.4	10.0
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10.1	10.3	10.1	9.8	10.1	9.3	9.5	9.7	9.2	8.3	8.1	8.4	8.2
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.4	3.6	5.9	7.2	5.9	11.9	12.1	11.8	12.2	11.6	11.4	14.4	12.0
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2.3	2.2	2.8	3.0	3.1	2.6	2.8	2.7	3.1	3.3	3.6	4.1	4.5
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.2	5.0	3.0	4.2	5.6	7.7	8.8	9.1	8.6	9.2	10.8	9.0	10.4
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	5.25	5.00	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	4.00
WIBOR 3M (średnio)	5.75	5.77	5.75	5.48	5.16	5.12	4.92	4.78	4.65	4.46	4.18	3.96	3.83
WIBOR 3M (koniec okresu)	5.76	5.76	5.74	5.31	5.12	5.13	4.83	4.72	4.62	4.36	4.12	3.89	3.80
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	5.67	5.55	5.43	4.38	4.63	4.76	4.47	4.36	4.31	4.08	3.82	3.66	3.53
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.17	5.18	5.10	4.38	4.72	4.56	4.26	4.24	4.31	4.13	3.87	3.99	3.63
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.59	5.55	5.36	4.70	5.07	4.91	4.75	4.74	4.82	4.67	4.54	4.52	4.30
EUR/PLN (koniec okresu)	4.21	4.16	4.18	4.28	4.25	4.24	4.27	4.27	4.27	4.25	4.24	4.23	4.21
USD/PLN (koniec okresu)	4.06	4.00	3.86	3.76	3.75	3.62	3.73	3.66	3.63	3.68	3.66	3.60	3.54
EUR/USD (koniec okresu)	1.04	1.04	1.08	1.14	1.13	1.17	1.14	1.17	1.17	1.16	1.16	1.18	1.19
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	3.2	36.3	76.3	91.4	108.3	119.7	156.7	172.0	201.4	227.1	244.9	275.6	3.7
Def. budżetowy skum. (% planu)*	1%	13%	26%	32%	38%	41%	54%	60%	70%	79%	85%	95%	1%

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1042	1123	1173
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3908	4184	4421
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27858	30019	31347
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	5.4	5.3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	4.0	3.1
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.2	7.8	0.6
Konsumpcja (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	3.9	3.6	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	3.6	2.9
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.0	6.0	5.8
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	4.7	5.9	5.5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	2.7	2.8
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	2.1	2.8
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	5.7	5.5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.00	3.50	3.50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.04	3.63	3.63
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	4.65	4.85
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.78	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.73	3.77
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.20	4.24
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.20	4.23

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-7.1	-15.0	-19.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.7	-1.3	-1.7
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-14.9	-23.8	-28.2
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.0	410.4	427.4
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	405.0	434.2	455.6
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	44.7	46.0
Saldo dochodów pierwotnych	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-36.1	-36.8	-37.1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-6.7	-6.0	-5.8
Saldo pierwotne sektora	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.2	-3.3	-2.9
Dług publiczny (Polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.6	51.4	54.4

Prognozy długoterminowe

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.3	0.2	3.0	3.6	4.0	3.1	2.7
Inflacja CPI (% średnia)	14.3	11.5	3.6	3.6	2.1	2.8	2.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.2	1.5	0.3	-0.7	-1.3	-1.7	-2.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	6.75	5.75	5.75	4.00	3.50	3.50	3.50
USD/PLN (Koniec okresu)	4.39	3.94	4.13	3.60	3.78	3.76	3.81
USD/PLN (Średnia)	4.45	4.20	3.98	3.75	3.73	3.77	3.79
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.35	4.27	4.23	4.20	4.24	4.26
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.54	4.31	4.24	4.20	4.23	4.26

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