



Kwiecień 2026

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciółek, CFA
Anastazja Nagórka

Citi Monthly

Rynki w dalszej fazie niepewności

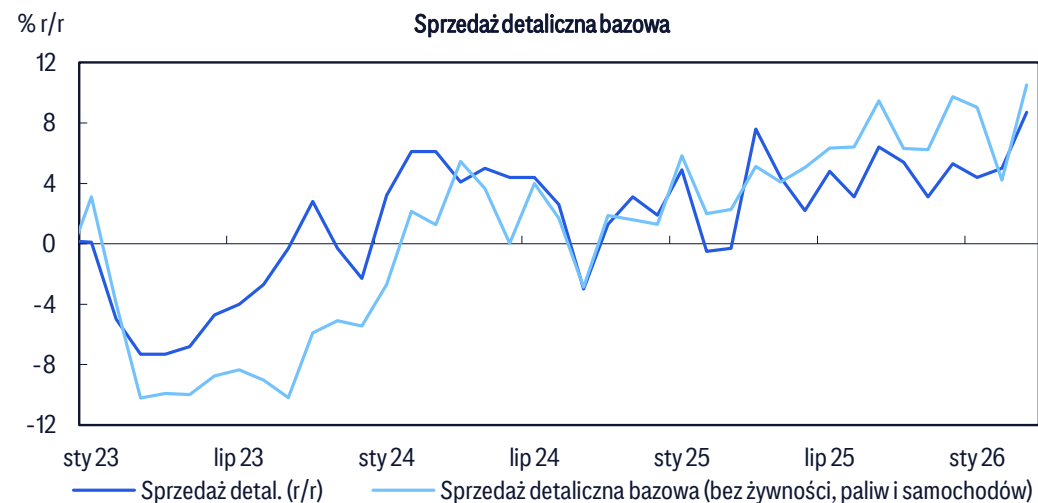
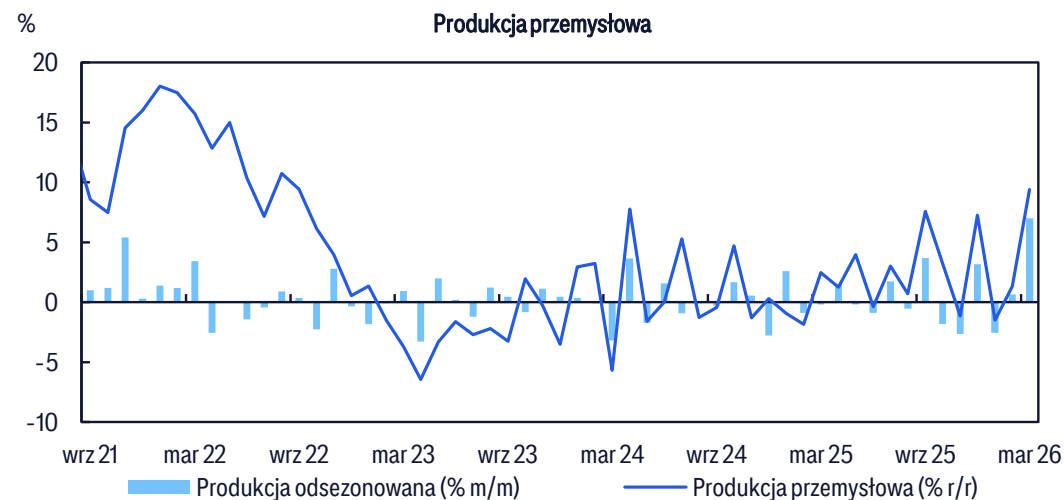
Podsumowanie

- Marzec zaskoczył bardzo dobrymi wynikami aktywności gospodarczej. Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna wyraźnie przewyższyły oczekiwania, rosnąc odpowiednio o 9,4% r/r i 8,7% r/r. Silne dane były częściowo wspierane przez czynniki przejściowe. W przypadku produkcji odczyt może odzwierciedlać zwiększanie zapasów w obliczu rosnących cen surowców, z kolei wynik sprzedaży był w dużej mierze napędzany przez sprzedaż paliw. Kondycja polskich konsumentów pozostaje jednak solidna, o czym świadczy najwyższy od niemal czterech lat odczyt sprzedaży bazowej.
- Płace nominalne w marcu wzrosły o 6,6% r/r, a ostatnie dane sugerują, że proces spowalniania ich wzrostu powoli dobiega końca. Jest jeszcze zbyt wcześnie, aby w danych pojawiły się efekty związane z ewentualnym wzrostem presji płacowej, niemniej biorąc pod uwagę osłabioną pozycję negocjacyjną pracowników, nie należy spodziewać się fali podwyżek na skalę porównywalną z poprzednim szokiem.
- Po marcowym wzroście inflacji, w kolejnych miesiącach spodziewamy się jej stopniowego wzrostu do około 4% pod koniec roku, choć ryzyko efektów drugiej rundy pozostaje ograniczone. W związku z niepewnością na Bliskim Wschodzie Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, a temat ewentualnych obniżek wydaje się jak na razie zamknięty.
- Na rynku walutowym złoty w istotnym stopniu odrobił straty wobec walut bazowych z marca, co wskazuje na wysoką odporność polskiej waluty na bieżący konflikt na Bliskim Wschodzie. Perspektywa dużych napływów środków z Unii Europejskiej powoduje, że zainteresowanie złotym wśród inwestorów na rynkach finansowych nie słabnie. Na rynku dłużnym podwyższona niepewność powoduje, że inwestorzy wciąż preferują instrumenty bezpieczniejsze, w tym niemieckie czy amerykańskie obligacje. Zmiany rynkowych oczekiwań wobec działań banków centralnych wpływały na podwyższoną zmienność rentowności obligacji skarbowych.

Aktywność ekonomiczna

Silne dane wspierane czynnikami przejściowymi

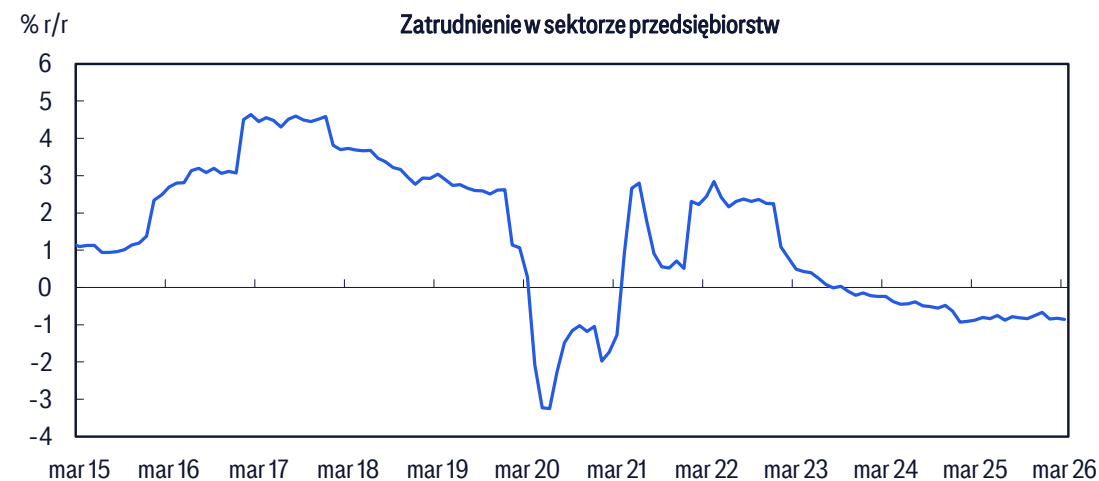
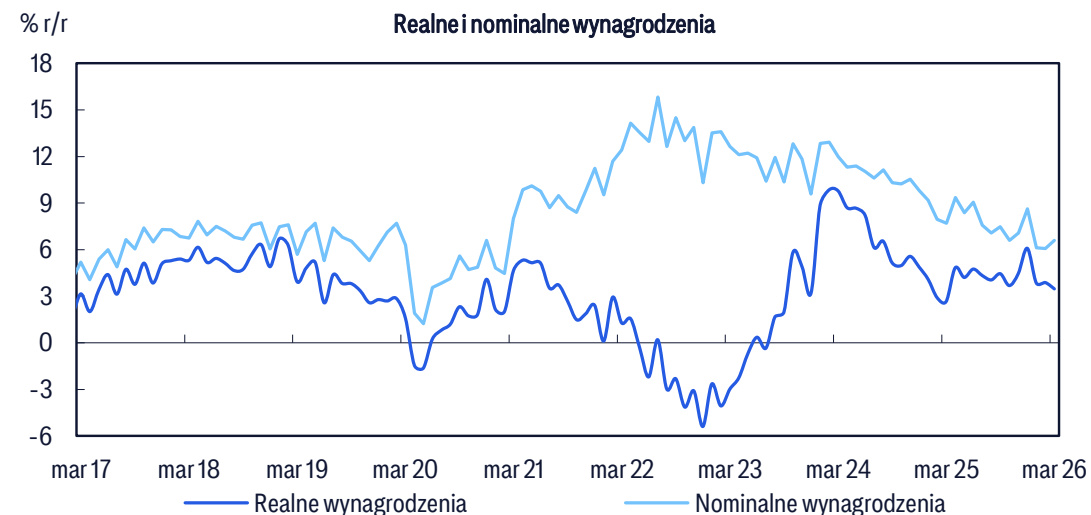
- Produkcja przemysłowa wzrosła w marcu o 9,4% r/r, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (4,2% r/r) oraz naszej prognozy (4,5% r/r). W ujęciu miesięcznym i po odsezonowaniu, produkcja wzrosła o 7,0% r/r. Silny odczyt może częściowo odzwierciedlać zwiększanie zapasów w obliczu rosnących cen surowców, choć wpływ kosztów energii na poziom produkcji pozostaje jak na razie ograniczony.
- Na tym etapie trudno mówić o ożywieniu w przemyśle, ponieważ wymagałoby ono utrzymania się wysokich odczytów również w kolejnych miesiącach. Dodatkowo słaba koniunktura w strefie euro oraz utrzymujące się wysokie ceny surowców nie sprzyjają trwałej poprawie sytuacji w sektorze.
- Z kolei sprzedaż detaliczna zwiększyła się w marcu o 8,7% r/r. Odczyt również okazał się lepszy od konsensusu rynkowego oraz naszej prognozy (odpowiednio 5,2% r/r i 5,3% r/r). Marcowy wynik był w dużej mierze napędzany przez sprzedaż paliw (+16,2% r/r), która dodała ok. 2,3 pkt proc. do całkowitej dynamiki. Dodatkowe wsparcie stanowił efekt kalendarzowy związany z ułożeniem Świąt Wielkanocnych na początku kwietnia oraz dodatkowym dniem roboczym wobec ubiegłego roku.
- Niemniej kondycja polskich konsumentów pozostaje solidna. Sprzedaż bazowa (po wyłączeniu żywności, paliw i samochodów) osiągnęła w marcu najwyższy wynik od niemal czterech lat. Oczekujemy, że w nadchodzących miesiącach dynamika sprzedaży, choć niższa niż w marcu, pozostanie na relatywnie solidnym poziomie w pobliżu 5-6% r/r.



Rynek pracy

Czy to koniec hamowania płac?

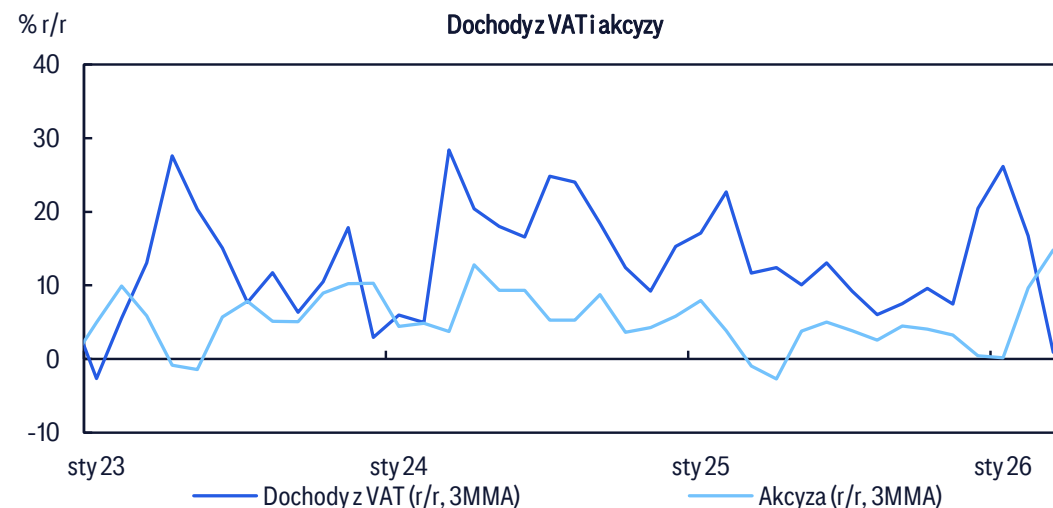
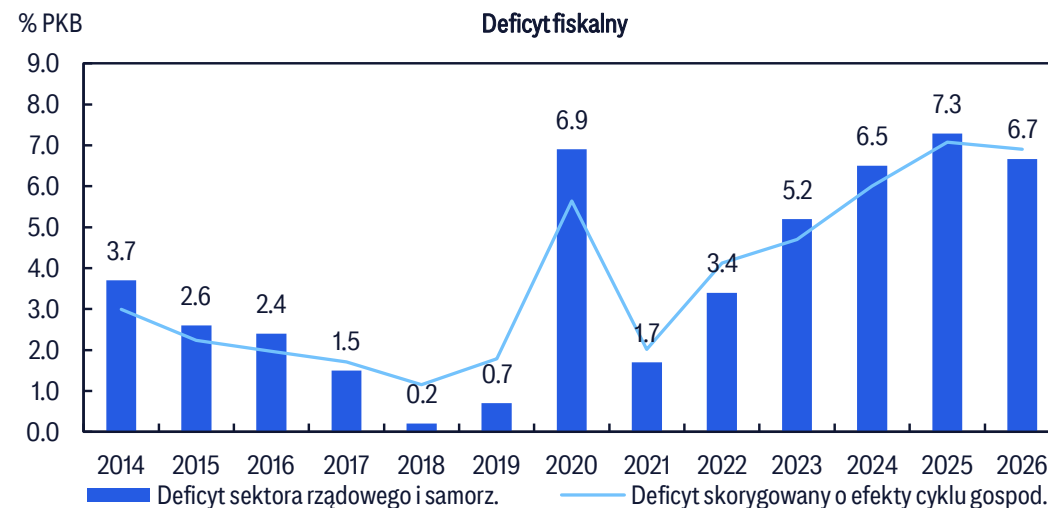
- W marcu płace nominalne w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 6,6% r/r wobec 6,1% r/r miesiąc wcześniej. W ujęciu miesięcznym i po wyeliminowaniu czynników sezonowych płace wzrosły o 0,6%. Jest jeszcze zbyt wcześnie, aby w danych pojawiły się efekty związane z ewentualnym wzrostem presji płacowej, niemniej biorąc pod uwagę osłabioną pozycję negocjacyjną pracowników, nie należy spodziewać się fali podwyżek na skalę porównywalną z poprzednim szokiem.
- Ostatnie dane sugerują, że proces spowalniania tempa wzrostu wynagrodzeń powoli dobiega końca. Świadczy o tym m.in. trzeci odczyt z rządu z „szóstką” z przodu, co wpisuje się w naszą całoroczną prognozę zakładającą wzrost płac na poziomie 6,3% r/r.
- W ujęciu realnym płace wzrosły o 3,5%, wobec 3,9% r/r w lutym. Spodziewamy się, że stabilizacja dynamiki płac nominalnych wraz z rosnącą presją inflacyjną będą w perspektywie całego roku dalej hamować wzrost płacy realnej.
- Jeśli chodzi o zatrudnienie, w marcu obniżyło się ono o 0,9% r/r wobec spadku o 0,8% r/r w lutym. Od ponad dwóch lat zatrudnienie systematycznie spada i na razie nic nie wskazuje na odwrócenie obecnego trendu. Z kolei w marcu stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymała się na poziomie z lutego i wyniosła 6,1%. Choć odczyt nie wykazał typowego dla marca sezonowego spadku, stabilizacja stopy bezrobocia na obecnym poziomie nie stanowi jak na razie powodu do niepokoju.



Polityka fiskalna

Szóstka nie wystarczyła

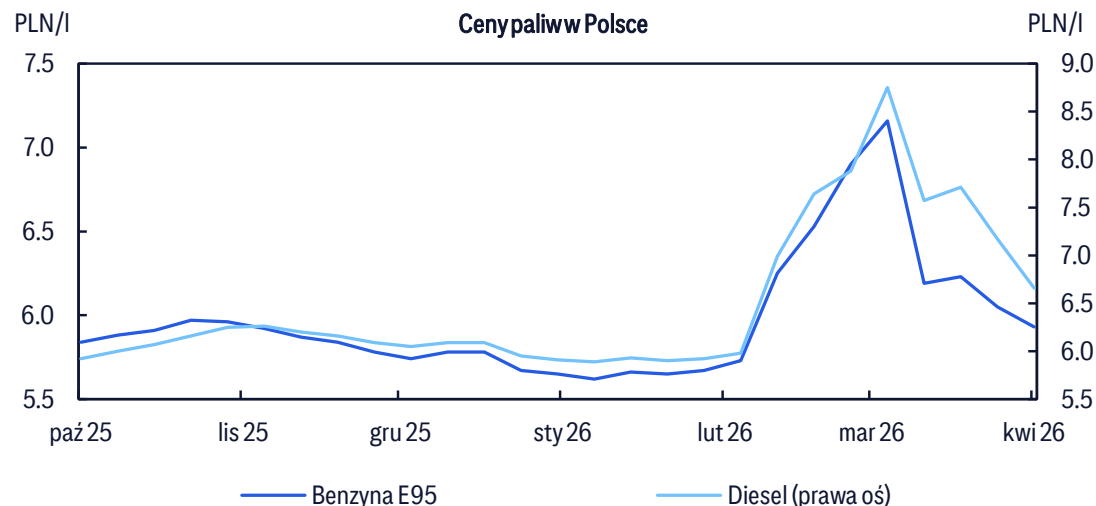
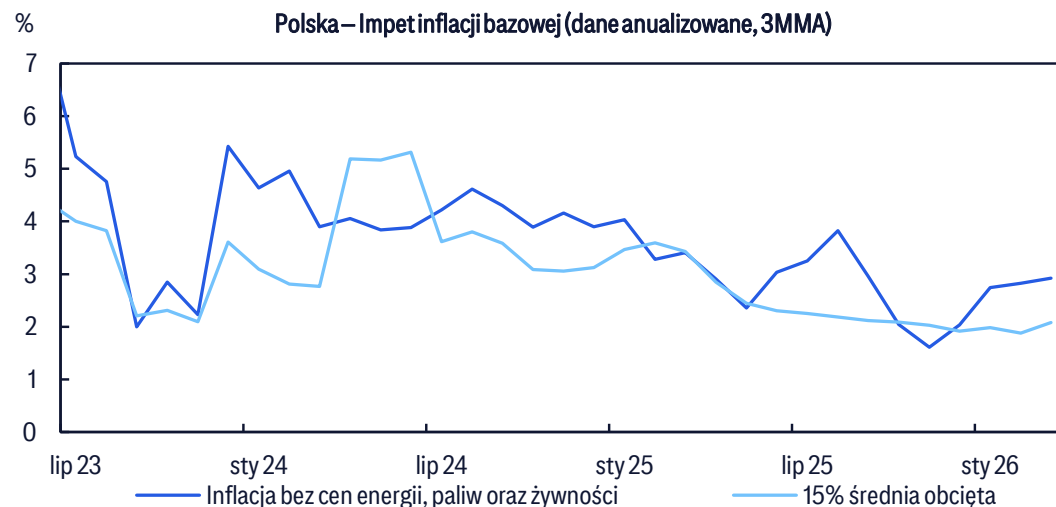
- Znamy już dane na temat całkowitego deficytu fiskalnego w minionym roku. Deficyt całego sektora rządowego i samorządowego wyniósł 7,3% PKB, rosnąc wyraźnie w stosunku do 6,4% w 2024 roku. Wcześniejsze prognozy wskazywały na deficyt poniżej 7%, więc w tym kontekście ostateczny wynik można uznać za rozczarowujący. Co prawda dochody sektora poprawiły się o 0,8% PKB, jednocześnie wydatki wzrosły znacznie bardziej (1,7% PKB).
- Wysoki deficyt w 2025 roku podnosi punkt startowy na 2026 r. Co więcej miesięczne dane o wykonaniu deficytu w okresie styczeń-marzec sugeruje, że sytuacja fiskalna może pozostać napięta w trakcie roku. W szczególności w przypadku dochodów z VAT wyniki z ostatnich miesięcy skłaniają do ostrożności, choć ubytki mogą zostać ostatecznie skompensowane przez wyższy niż dotychczas zakładano poziom inflacji, podnoszący bazę od której VAT jest naliczany.
- Średnioterminowe perspektywy fiskalne nie zmieniają się. Kolejny budżet, który w najbliższych miesiącach będzie przygotowywać Ministerstwo Finansów będzie budżetem na rok wyborczy. Nawet jeżeli nie znajdą się w nim nowe hojne propozycje, trudno liczyć w tych warunkach na zacieśnienie polityki fiskalnej. Z tego powodu zakładamy, że spadki deficytu w tym i przyszłym roku będą relatywnie niewielkie i będą wynikały przede wszystkim z wzrostów nominalnego PKB oraz mrożenia progów podatkowych oraz ewentualnego nieindeksowania wydatków.



Inflacja

Ceny paliw spadają, ale niepewność pozostaje

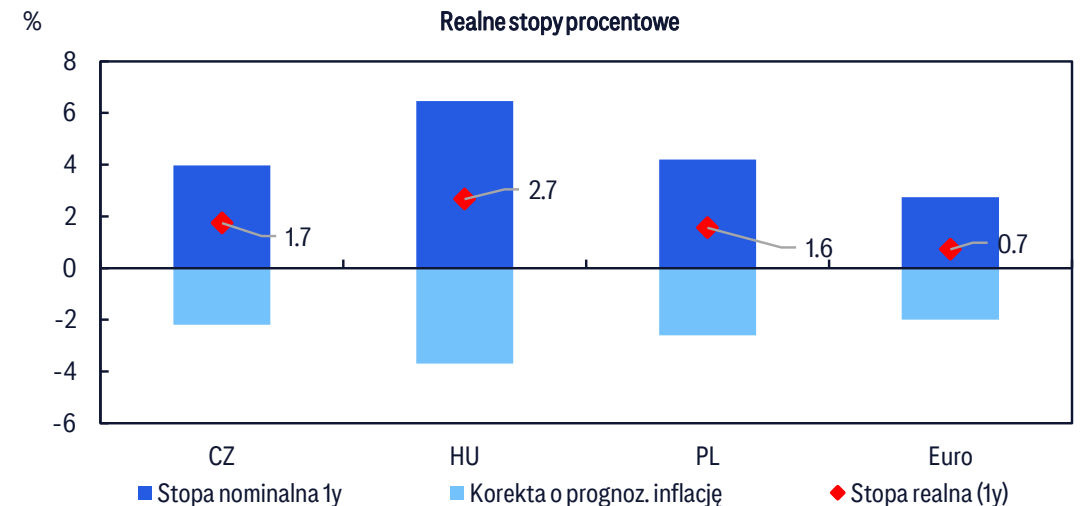
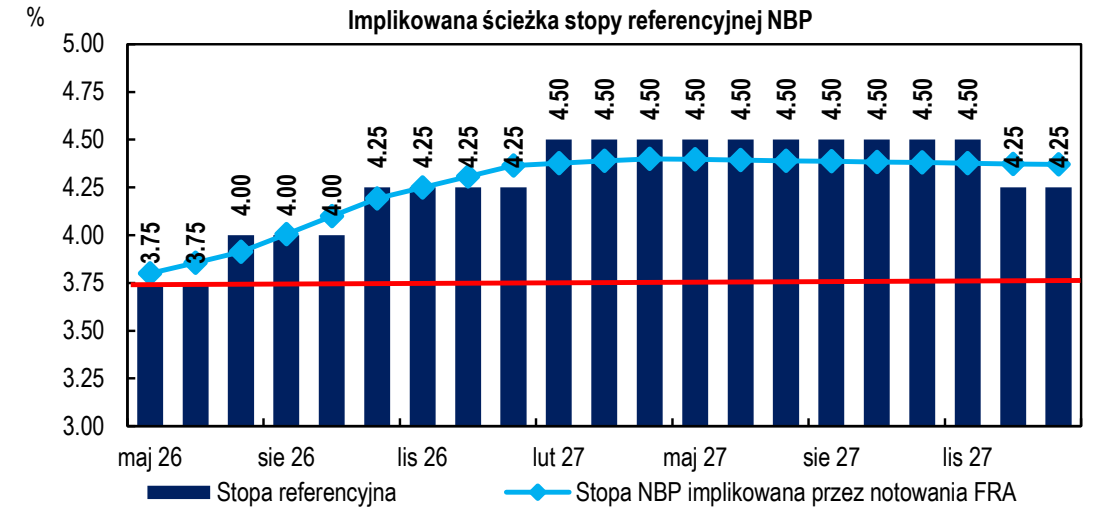
- Po wyraźnym marcowym wzroście inflacji do 3% r/r, kwiecień najprawdopodobniej przyniesie wyhamowanie wzrostów. Głównym czynnikiem, który odbijał się ostatnio na inflacji był wzrost cen paliw. W związku z wybuchem wojny na Bliskim Wschodzie pod koniec marca ceny benzyny osiągnęły w kraju średnio poziom niemal 7,2 zł za litr, a ceny oleju napędowego niemal 8,8 zł. Obniżki VAT i akcyzy w ramach rządowego programu CPN doprowadziły jednak w kwietniu do wyraźnych spadków cen paliw (wykres obok).
- Ponieważ dane GUS w marcu uchwyciły migawkę rynku w środku miesiąca, nie uwzględniły one pełnego wzrostu cen paliw, który uwidaczniał się dopiero pod koniec miesiąca. Z tego powodu marcowy odczyt inflacji okazał się niższy od oczekiwań rynkowych. Ma to jednak konsekwencje na przyszłość - przypuszczamy, że w kwietniu notowane przez GUS spadki cen paliw będą analogicznie mniejsze niż sugerowałyby dane bezpośrednio ze stacji benzynowych. Z tego powodu nasza prognoza kwietniowej inflacji (3,0-3,1% r/r) jest nieco wyższa od konsensusu rynkowego (2,9%).
- Niezależnie od kwietniowego odczytu CPI, w kolejnych miesiącach spodziewamy się stopniowego wzrostu inflacji do około 4% pod koniec roku. Efekt szoku energetycznego powoli rozchodzi się po gospodarce światowej, a ewentualne efekty drugiej rundy będą najpierw uwidaczniać się w cenach producentów (PPI), a dopiero w dalszym horyzoncie w cenach konsumentów. W sumie jednak wciąż spodziewamy się, że efekty drugiej rundy będą ograniczone, szczególnie w porównaniu z 2022 rokiem.



Polityka pieniężna

Poczekamy, zobaczymy

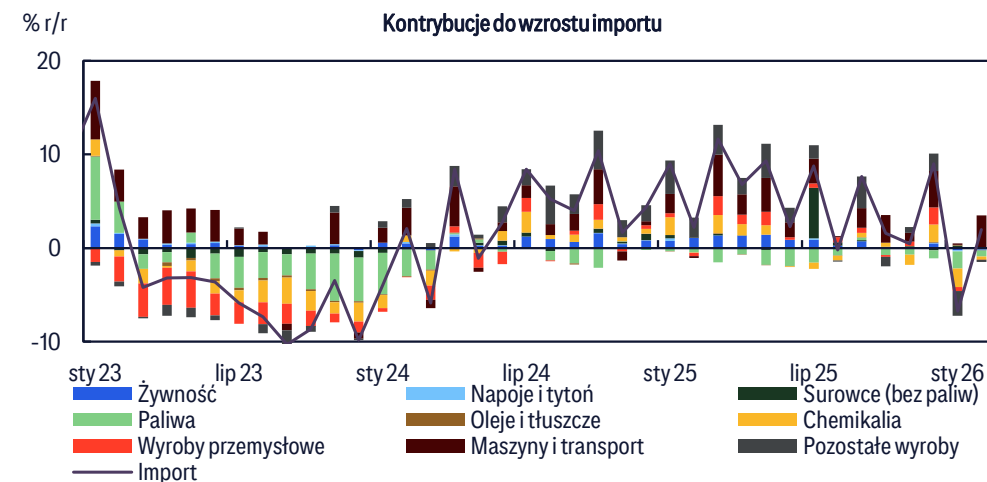
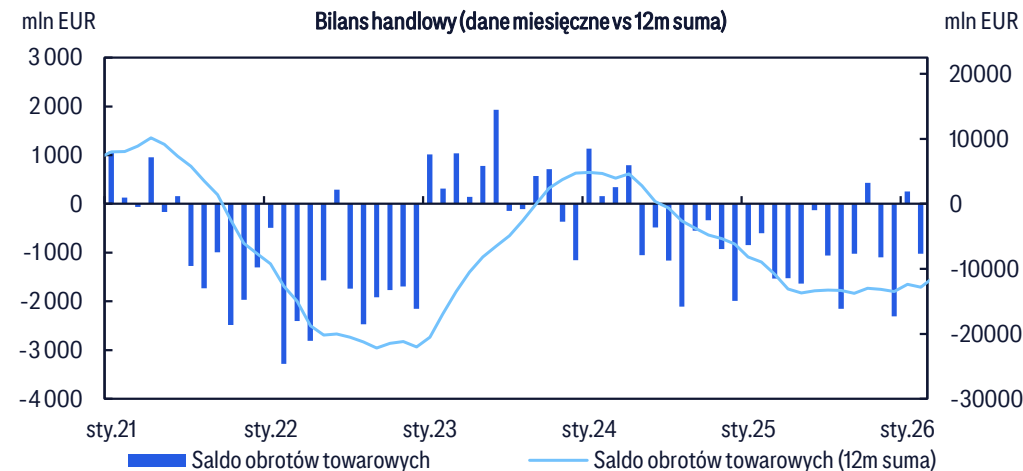
- Do momentu wyjaśnienia się sytuacji na Bliskim Wschodzie, trudno liczyć na zdecydowane działania ze strony banku centralnego. W kwietniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopę referencyjną bez zmian na poziomie 3,75%, a sama decyzja była w pełni zgodna z oczekiwaniami ekonomistów.
- Jeżeli chodzi o kolejne miesiące, to naszym zdaniem temat ewentualnych obniżek stóp wydaje się zamknięty. Obecnie RPP może rozważać albo utrzymywanie stóp bez zmian, albo ewentualne podwyżki. Bazując na wypowiedziach ze strony członków RPP, ale również na argumentach ekonomicznych (podażowy charakter obecnego szoku, niewielkie ryzyko efektów drugiej rundy) naszym zdaniem najbardziej prawdopodobne wydaje się pozostawienie w kolejnych miesiącach stóp procentowych na niezmiennym poziomie.
- Gdyby ceny ropy naftowej ponownie wyraźnie wzrosły, RPP mogłaby stopniowo przesunąć się w stronę bardziej jastrzębiej retoryki i mogłaby rozważyć podwyżki. Na razie nie jest to scenariusz bazowy, chociaż rynek FRA zaczął wyceniać możliwość takiego rozwoju sytuacji. Naszym zdaniem z punktu widzenia RPP istotne będzie przede wszystkim to, jak zmienią się prognozy inflacyjne na półtora roku do przodu. Jeżeli pozostaną one w pobliżu celu inflacyjnego RPP, władze monetarne będą mogły argumentować, że reagowanie na tymczasowy szok podażowy nie ma większego sensu.



Bilans płatniczy

Słabe dane i niepewne perspektywy

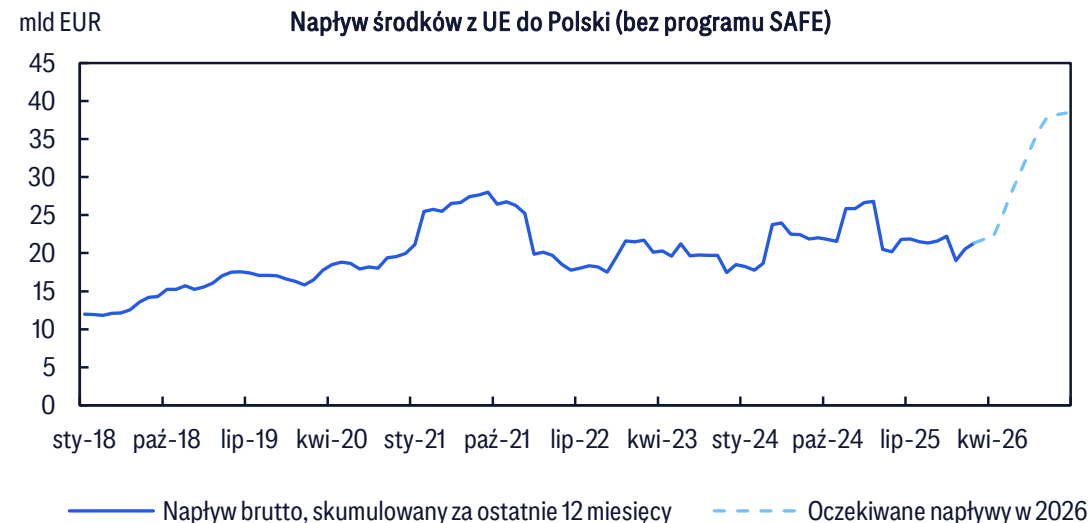
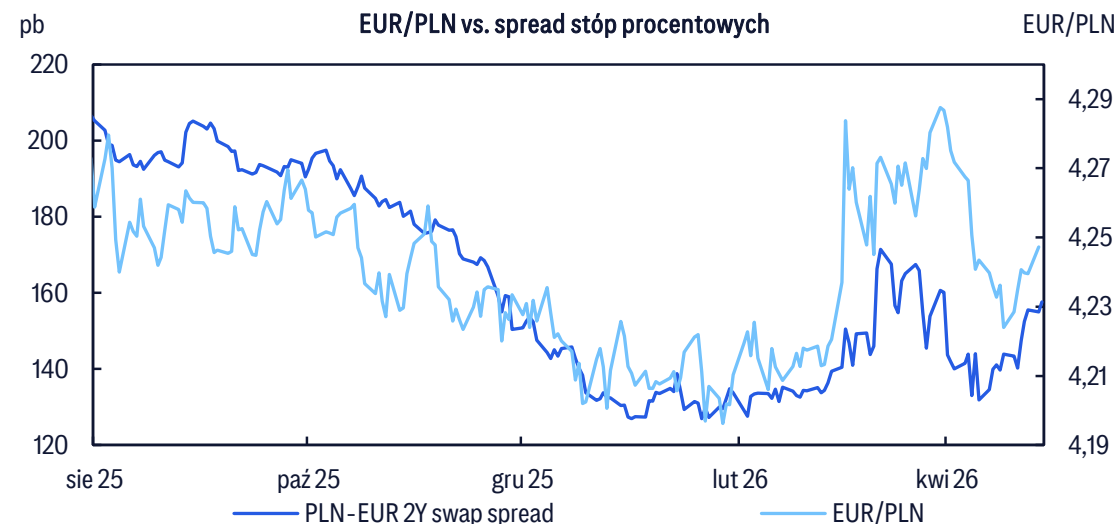
- W lutym saldo bilansu płatniczego odnotowało deficyt w wysokości 990 mln EUR, kształtując się wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (399 mln EUR) oraz naszej prognozy (-87 mln EUR).
- Saldo rachunku obrotów towarowych było ujemne i wyniosło -1025 mln EUR, wobec 254 mln EUR w styczniu. Eksport i import wzrosły odpowiednio o 1,9% r/r oraz 3,3% r/r.
- Zgodnie z komentarzem NBP, głównym źródłem nierównowagi w saldzie towarowym pozostają dobra inwestycyjne oraz środki transportu. Struktura ta jest szczególnie niekorzystna z punktu widzenia polskiego eksportu, którego istotna część trafia na rynek niemiecki. W warunkach utrzymującej się słabości koniunktury w strefie euro oraz ograniczonych perspektyw poprawy aktywności w Niemczech, popyt na te kategorie dóbr najpewniej nie ulegnie poprawie. Jednocześnie w segmencie środków transportu obserwujemy pogłębiającą się dysproporcję między eksportem a rosnącym importem, związaną z dalszym wzrostem dostaw z Chin.
- Ze względu na dodatnią korelację wymiany handlowej z cenami surowców energetycznych, w najbliższych miesiącach przewidujemy przyspieszenie dynamiki eksportu i importu. Niemniej Polska jako importer netto paliw prawdopodobnie utrzyma przewagę importu nad eksportem, co stanowi dodatkowy czynnik ograniczający możliwość poprawy salda obrotów towarowych, a przy tym również całego bilansu płatniczego.



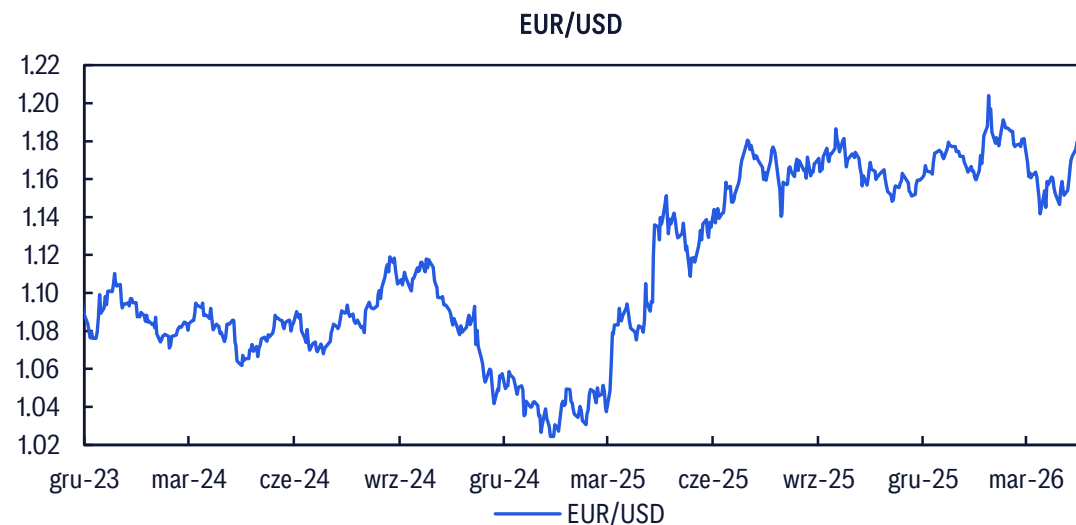
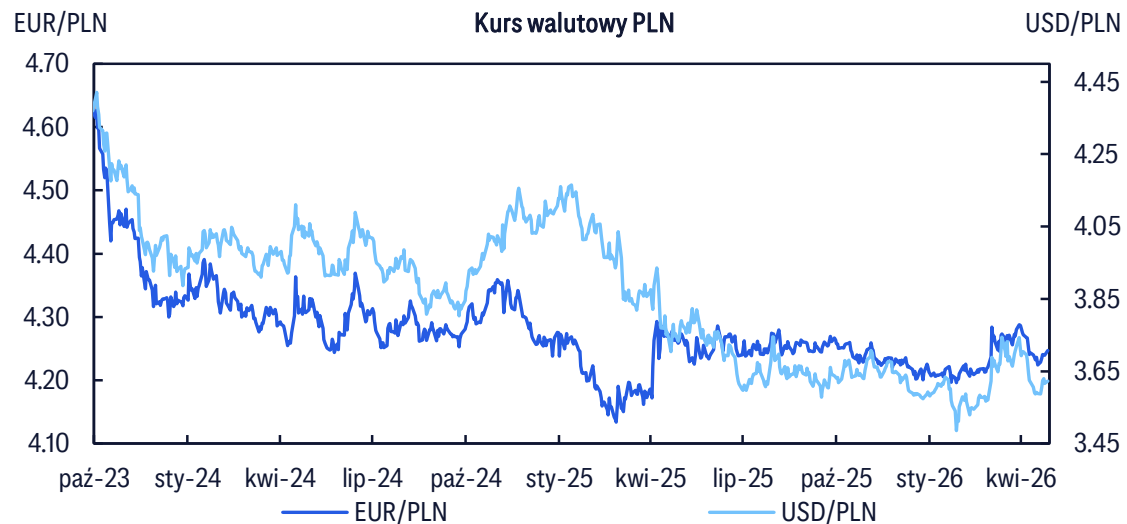
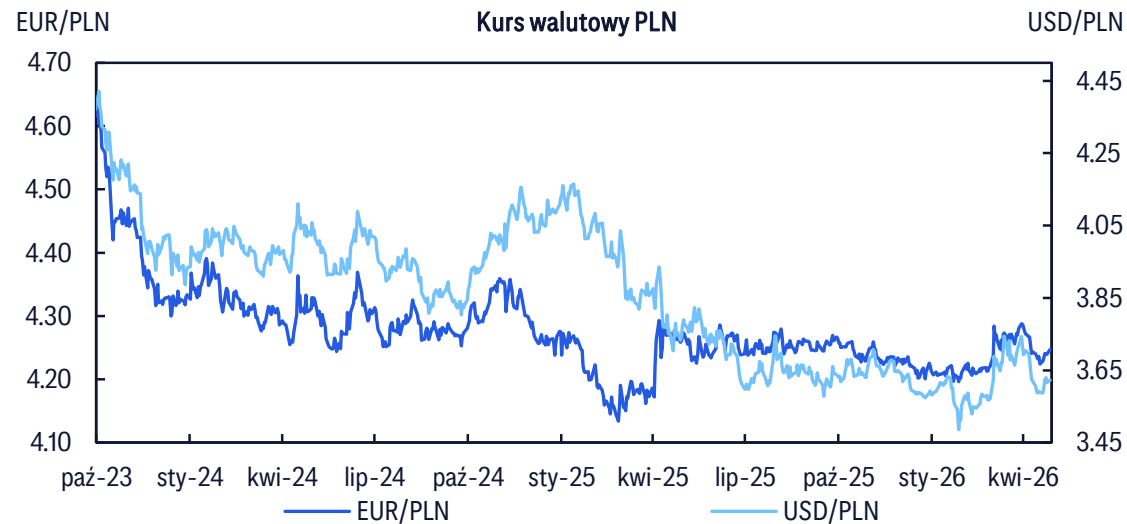
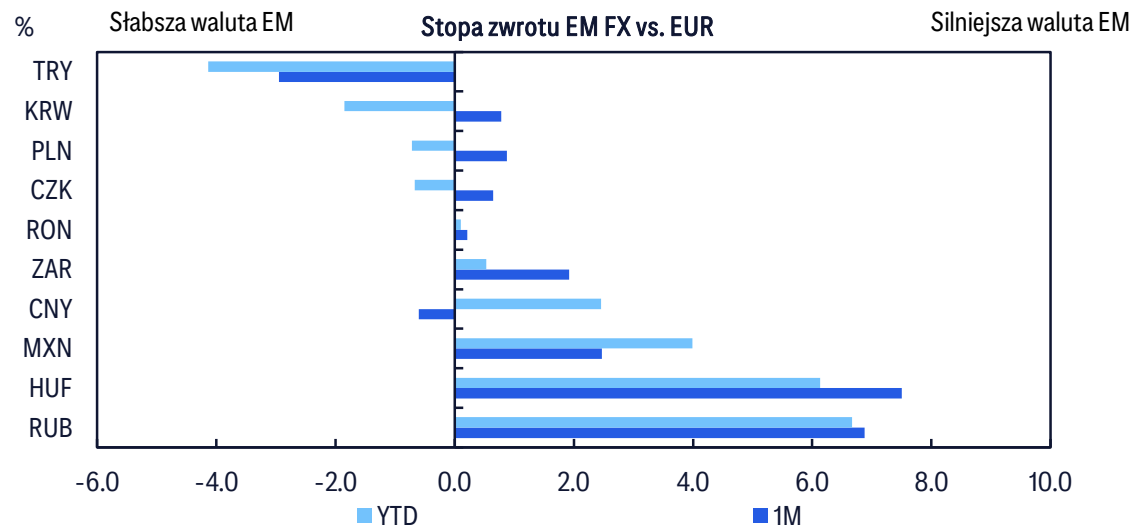
Rynek walutowy

Złoty odrobił straty

- W kwietniu złoty odrabiał straty z marca w relacji do euro oraz i dolara, które były pokłosiem awersji wobec aktywów ryzykownych po eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie. Notowania par EUR/PLN oraz USD/PLN obniżyły się w porównaniu do końca ubiegłego miesiąca odpowiednio 1% oraz 3%, a przejściowo notowano minima w okolicach poziomów 4,21 oraz 3,56.
- Złoty okazał się wyjątkowo odporny na globalne zawirowania. Polska waluta, pomimo początkowego osłabienia w marcu, nie podążała krok w krok za wysokimi cenami ropy naftowej, gdyż baryłka Brent jest notowana w okolicach 110 USD, ponad 50% wyżej niż przed eskalacją konfliktu USA z Iranem.
- W najbliższym czasie polityka pieniężna w Polsce oraz strefie euro będzie miała naszym zdaniem umiarkowany wpływ na kurs EUR/PLN. W przeciągu ostatniego roku spadek stóp procentowych w Polsce, który pociągnął za sobą również spadek spreadu rynkowych stóp procentowych w PLN nad stawkami kwotowanymi w EUR, nie prowadził do osłabienia złotego. W obliczu normalizacji inflacji, uczestnicy rynku w zdecydowanie większym stopniu koncentrowali się na solidnym otoczeniu gospodarczym oraz napływie środków z Unii Europejskiej. W najbliższych miesiącach oczekujemy istotnego wzrostu napływu środków z UE do Polski, który można sięgnąć nawet 4,5% PKB.
- Przy braku eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, która prowadziłaby do ucieczki w stronę bezpiecznych aktywów, zakładamy, że kurs EUR/PLN będzie pozostawał w okolicach poziomu 4,25.



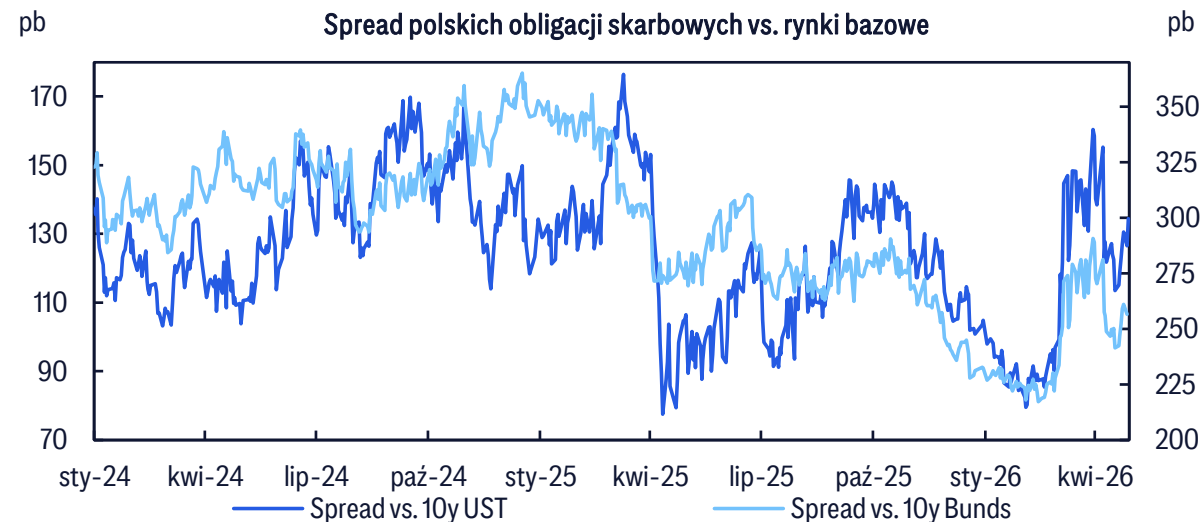
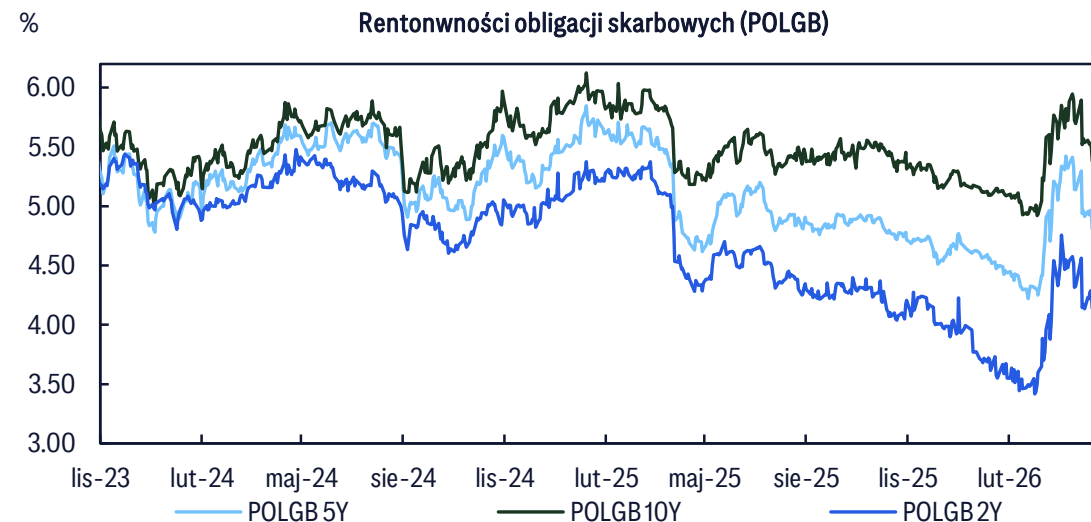
Rynek walutowy



Rynek długu

Zmienność na rynku obligacji

- Od końca ubiegłego miesiąca rentowność polskich 10-letnich obligacji skarbowych spadła o blisko 20 pb, jednak ten ruch nie oddaje w pełni podwyższonej zmienności, jaka panuje na krajowym rynku dłużnym. Zakres wahań rentowności 10Y w tym miesiącu przekroczył 50pb, (w marcu ponad 90pb), natomiast w lutym i styczniu wynosił odpowiednio poniżej 20pb i 10pb.
- Niepewność na rynku dłużnym powiązana jest z trudnym do oceny wynikiem negocjacji między USA oraz Iranem oraz ewentualną normalizacją przepływu statków z surowcami energetycznymi przez cieśninę Ormuz. Powoduje to, że uczestnicy rynku wciąż zakładają, iż wzrost inflacji może prowadzić do podwyżek stóp procentowych.
- Utrzymuje się awersja wobec aktywów ryzykownych, co powoduje, że spread polskich 10-letnich obligacji skarbowych nad niemieckimi i amerykańskimi pozostaje podwyższony (odpowiednio o 40 pb i 35 pb wyżej niż na koniec lutego tego roku). Wpływ konfliktu na Bliskim Wschodzie na politykę pieniężną na rynkach bazowych nie wszędzie jest ten sam, gdyż w strefie euro już wyceniane są podwyżki stóp procentowych, natomiast w USA możliwa jest jeszcze kontynuacja cyklu obniżek stóp procentowych.
- Nasz bazowy scenariusz zakłada, że rynkowa wycena podwyżek stóp procentowych w Polsce łącznie o 75pb nie zmaterializuje się, co będzie prowadziło do spadku rentowności obligacji skarbowych, w stronę 4,20% dla papierów 2-letnich, 4,75% dla 5-letnich oraz 5,35% dla 10-letnich, w perspektywie najbliższych 3-miesięcy.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2025												2026		
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III		
Strefa Realna															
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2,5	1,3	4,0	-0,4	3,0	0,7	7,6	3,2	-1,1	7,3	-1,5	1,3	9,4		
Produkcja przemysłowa (% m/m)	8,5	-3,1	-1,9	-1,3	0,4	-7,1	16,3	5,3	-9,4	-0,2	-6,1	2,6	17,2		
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	2,9	1,8	4,3	0,1	3,5	1,1	8,4	3,3	-1,3	8,0	-3,2	-0,1	9,2		
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-1,0	-4,2	-2,9	2,1	0,7	-7,0	0,2	4,2	0,1	4,5	-12,9	-13,7	0,4		
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-0,3	7,6	4,4	2,2	4,8	3,1	6,4	5,4	3,1	5,3	4,4	5,0	8,7		
Stopa bezrobocia (%)	5,4	5,2	5,1	5,1	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1	6,1		
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9		
Ceny															
Inflacja (% r/r)	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	2,1	2,1	3,0		
Inflacja (% m/m)	0,2	0,4	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,7	0,3	1,1		
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1,0	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,0	-0,8		
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0,2	-0,3	-0,3	0,5	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	0,1	-0,4	-0,3	0,4	1,0		
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	7,7	9,3	8,4	9,0	7,6	7,1	7,5	6,6	7,1	8,6	6,1	6,1	6,6		
Przepływy zagraniczne															
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1091	-252	-1168	-445	-1780	-2593	-797	2103	-250	-1975	1053	-990	-		
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1530	-1529	-1637	-133	-1063	-2155	-1025	434	-1097	-2306	254	-1025	-		
Eksport f.o.b. (mln EUR)	30196	28710	28685	28501	28434	25031	30105	32313	29780	27272	27752	28767	-		
Eksport (% r/r)	4,9	-0,2	6,0	3,7	3,2	-1,3	5,9	5,2	2,4	9,4	-2,6	1,9	-		
Import f.o.b. (mln EUR)	31726	30239	30322	28634	29497	27186	31130	31879	30877	29578	27498	29792	-		
Import (% r/r)	11,5	8,1	7,9	2,4	2,7	-1,0	7,4	2,7	2,9	9,8	-6,3	3,3	-		

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2025						2026						
	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	10,3	10,4	10,3	10,5	10,8	11,1	11,1	10,6	10,6	10,4	10,0	10,6	11,5
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10,1	9,8	10,1	9,3	9,5	9,7	9,2	8,3	8,1	8,4	8,2	8,4	9,3
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	5,9	7,2	5,9	11,9	12,1	11,8	12,2	11,6	11,4	14,4	12,0	14,1	14,1
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	2,8	3,0	3,1	2,6	2,8	2,7	3,1	3,3	3,6	4,1	4,5	4,8	5,3
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	3,0	4,2	5,6	7,7	8,8	9,1	8,6	9,2	10,8	9,0	10,4	11,5	12,0
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	3,75
WIBOR 3M (średnio)	5,75	5,48	5,16	5,12	4,92	4,78	4,65	4,46	4,18	3,96	3,83	3,76	3,72
WIBOR 3M (koniec okresu)	5,74	5,31	5,12	5,13	4,83	4,72	4,62	4,36	4,12	3,89	3,80	3,70	3,75
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	5,43	4,38	4,63	4,76	4,47	4,36	4,31	4,08	3,82	3,66	3,53	3,50	4,22
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5,10	4,38	4,72	4,56	4,26	4,24	4,31	4,13	3,87	3,99	3,63	3,47	4,66
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5,36	4,70	5,07	4,91	4,75	4,74	4,82	4,67	4,54	4,52	4,30	4,26	5,39
EUR/PLN (koniec okresu)	4,18	4,28	4,25	4,24	4,27	4,27	4,27	4,25	4,24	4,23	4,21	4,22	4,29
USD/PLN (koniec okresu)	3,86	3,76	3,75	3,62	3,73	3,66	3,63	3,68	3,66	3,60	3,54	3,58	3,74
EUR/USD (koniec okresu)	1,08	1,14	1,13	1,17	1,14	1,17	1,17	1,16	1,16	1,18	1,19	1,18	1,15
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	76,3	91,4	108,3	119,7	156,7	172,0	201,4	227,1	244,9	275,6	3,7	48,5	69,6
Def. budżetowy skum. (% planu)*	26%	32%	38%	41%	54%	60%	70%	79%	85%	95%	1%	17%	24%

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1131	1178
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4169	4424
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	30224	31495
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	3.9	2.9
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	8.8	1.6
Konsumpcja (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.8	3.4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	3.7	3.5
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	6.0	4.4
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	7.0	6.3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	4.1	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.3	3.5
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	6.3	5.7
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.00	3.75	3.75
WIBOR3M, (% koniec okresu)	0.21	2.51	7.02	5.88	5.84	3.99	3.94	3.94
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.20	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.72	3.77
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.69	3.75
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.25	4.27
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.26	4.26

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2026P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14,4	-9,2	-15,7	12,5	2,8	-8,9	-17,6	-22,5
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	-24,3	-28,9
Eksport	251,3	311,7	341,9	363,0	360,6	390,9	415,0	433,4
Import	243,4	320,7	365,1	357,8	367,3	406,1	439,3	462,3
Saldo usług	26,0	31,2	37,9	42,7	43,4	44,5	45,0	46,5
Saldo dochodów pierwotnych	-22,4	-30,3	-27,4	-33,0	-30,8	-37,6	-38,9	-39,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-6,9	-1,7	-3,4	-5,2	-6,5	-7,3	-6,7	-6,4
Saldo pierwotne sektora	-5,6	-0,6	-1,8	-3,1	-4,3	-4,8	-3,9	-3,6
Dług publiczny (Polska metodologia)	47,6	43,2	39,0	35,4	44,1	49,1	52,3	55,9

Prognozy długoterminowe

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,3	0,2	3,0	3,6	3,9	2,9	2,8
Inflacja CPI (% średnia)	14,3	11,5	3,6	3,6	3,3	3,5	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	3,75	3,75	3,75
USD/PLN (Koniec okresu)	4,39	3,94	4,13	3,60	3,72	3,77	3,82
USD/PLN (Średnia)	4,45	4,20	3,98	3,75	3,69	3,75	3,80
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,69	4,35	4,27	4,23	4,25	4,27	4,28
EUR/PLN (Średnia)	4,69	4,54	4,31	4,24	4,26	4,26	4,28

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciotek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciotek@citi.com

Anastazja Nagórka

Praktykantka

anastazja.nagorka@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

poland.research@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań, by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.

The logo for Citi Handlowy features the word "citi" in a blue, lowercase, sans-serif font, with a red arc above the letter 'i'. To the right of "citi" is the word "handlowy" in a blue, lowercase, sans-serif font. The entire logo is centered on a dark blue background.