



Maj 2025

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciółek, CFA
Aleksandra Siuzdak

Citi Monthly

A było już tak blisko

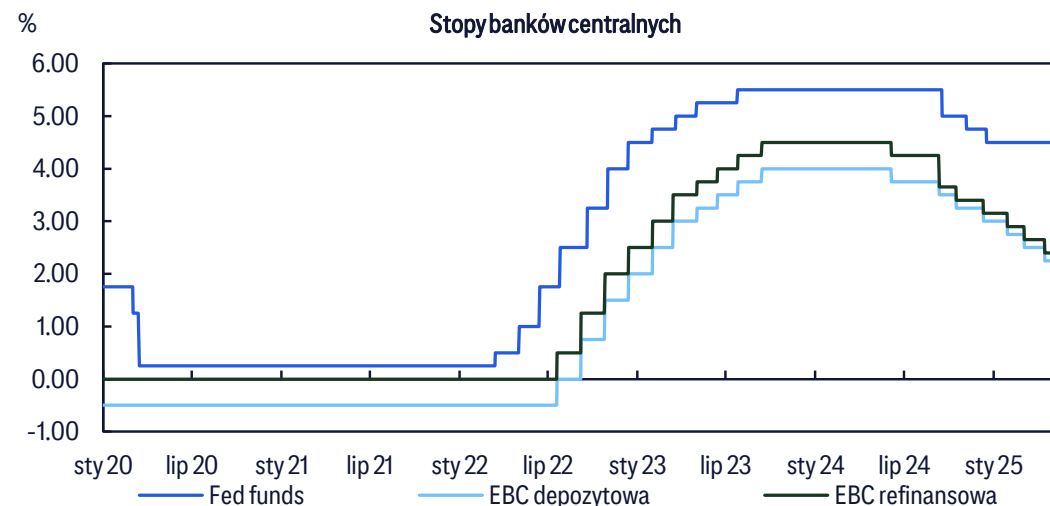
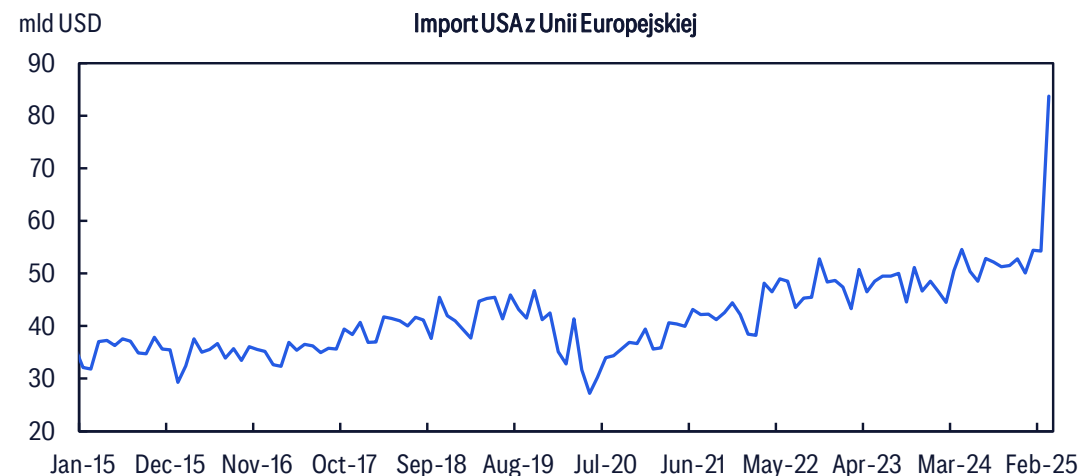
Podsumowanie

- Niewiele brakowało a podwyższone cła amerykańskie przeszłyby do historii. W maju Sąd ds. Handlu Międzynarodowego zablokował ich wprowadzenie, jednak decyzja ta wkrótce została wstrzymana przez sąd apelacyjny. Zmiany te oraz tempo w jakim zachodzą są dowodem utrzymującej się bardzo dużej niepewności co do przyszłego kierunku polityki handlowej USA. Na razie Europa zyskiwała na zwiększonych zamówieniach składanych w oczekiwaniu na nowe stawki celne, jednak w dalszej części roku efekt ten zostanie zapewne odwrócony.
- Dane z polskiej gospodarki wskazują na poprawę aktywności na początku II kwartału, szczególnie w przypadku sprzedaży detalicznej. Poprawę odnotowano również w przypadku dynamiki płac, choć w tym przypadku przyspieszenie mogło być efektem czynników kalendarzowych. Podtrzymujemy naszą opinię, że wzrost gospodarczy w tym roku może być bliski 4%, a jego dynamika w 2026 roku będzie uzależniona od polityki fiskalnej.
- Inflacja pozostaje w trendzie spadkowym, a ogłoszone pod koniec maja nowe (niższe) stawki cen gazu tylko wzmacniają ten trend. Spodziewamy się, że w drugiej połowie roku inflacja będzie oscylować w okolicach 3%, a w sprzyjających warunkach mogłaby nawet spaść do celu 2,5%.
- Rada Polityki Pieniężnej obniżyła w maju stopę referencyjną o 0,5 pkt. proc. do poziomu 5,25%. Kolejne obniżki to zapewne tylko kwestia czasu, ale zakładamy, że RPP będzie starała się rozłożyć je w czasie i może preferować mniejsze kroki (po 0,25 punktu proc.). Docelowo stopa procentowa może spaść do około 3,5%, jednak będzie to uzależnione również od kształtu polityki fiskalnej. Naszym zdaniem brak zacieśnienia budżetowego mógłby istotnie ograniczyć przestrzeń do dalszych obniżek.

Otoczenie zewnętrzne

Cła, których miało nie być

- Przez ostatnie trzy miesiące inwestorzy żyli jednym tematem – amerykańskimi cłami i ich wpływem na gospodarkę światową. Pod koniec maja amerykański Sąd ds. Handlu Międzynarodowego zablokował wejście w życie większości ceł ogłoszonych przez administrację USA. W ocenie sądu wprowadzając nowe stawki celne administracja przekroczyła swoje uprawnienia. Decyzja ta doprowadziła do poprawy nastrojów i gwałtownych wzrostów na światowych giełdach, jednak nie trwało to długo. W ciągu kolejnych godzin sąd apelacyjny przywrócił, przynajmniej tymczasowo, cła w postaci ogłoszonej przez administrację Donalda Trumpa.
- Zamieszanie wokół ceł pokazuje jasno, że nadzieje na szybki spadek niepewności dotyczącej polityki handlowej są płonne. W zależności od decyzji sądów cła mogą jeszcze zostać wycofane, ale według doniesień medialnych (Wall Street Journal) administracja amerykańska poszukuje innych niż dotychczas rozwiązań prawnych, które umożliwiłyby realizowanie polityki celnej.
- Obawy przed nowymi cłami doprowadziły do znacznego wzrostu importu do Stanów w pierwszych miesiącach roku (górny wykres). Był to jeden z czynników dzięki któremu aktywność gospodarcza w Europie utrzymywała się na relatywnie przyzwoitym poziomie. Niestety oznacza to również ryzyko spadku zamówień i produkcji w dalszej części roku już po wprowadzeniu ceł. W praktyce daje to EBC pewne podstawy do kontynuacji cyklu obniżek stóp (oczekujemy w tym roku spadku stopy depozytowej o dodatkowe 75pb do poziomu 1,5%).

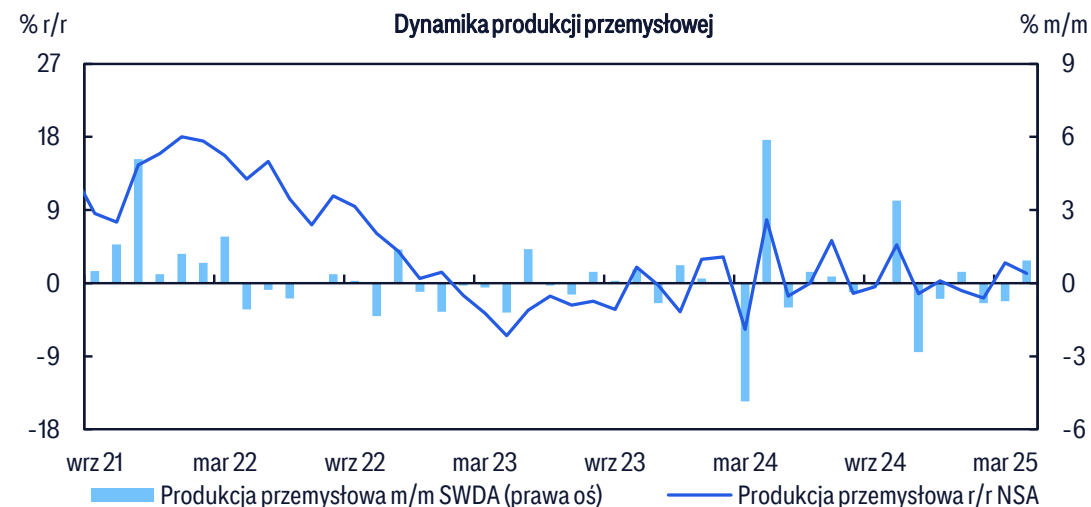
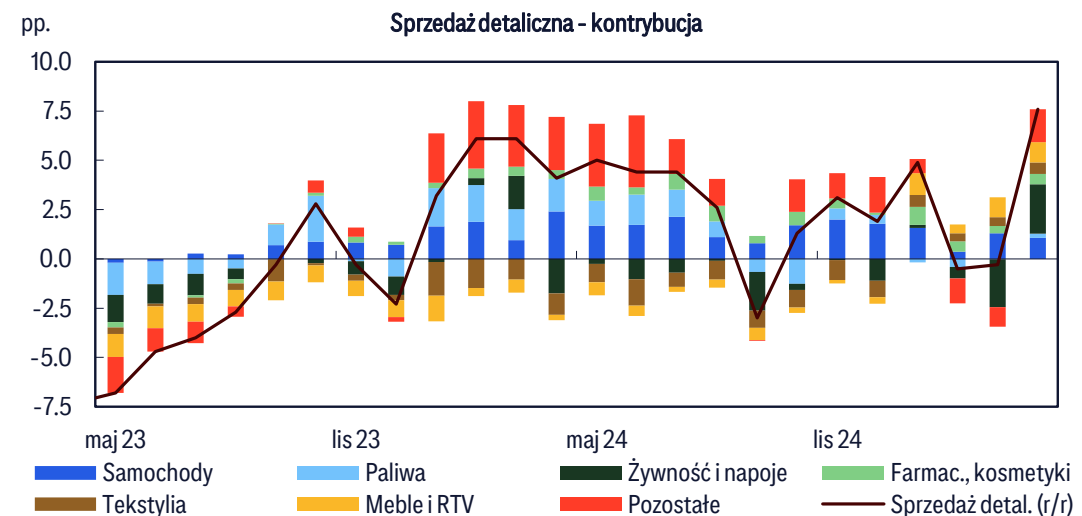


Źródło: Haver Analytics, Bureau of the Census, Citi Research

Aktywność ekonomiczna

Tym razem lepiej niż oczekiwano

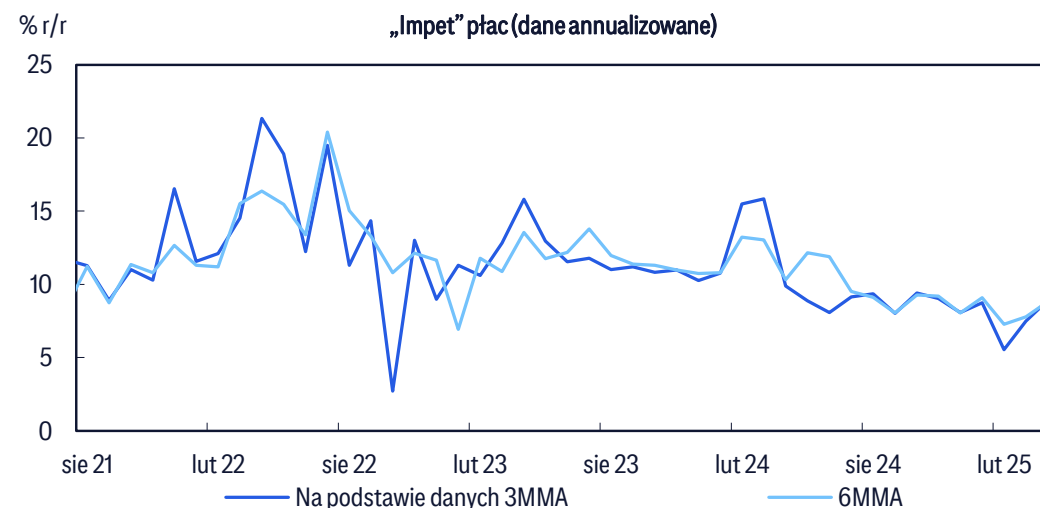
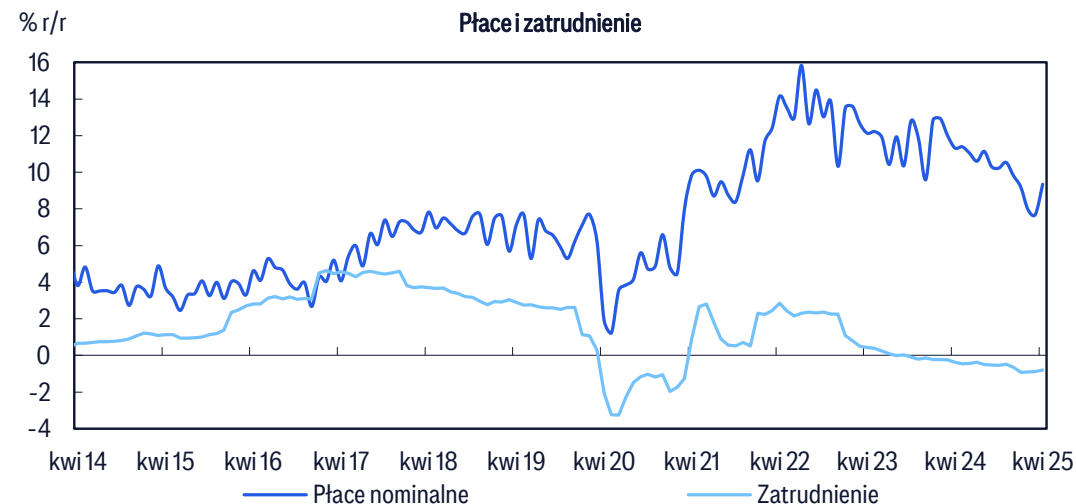
- W kwietniu dane z polskiej gospodarki zaskoczyły pozytywnie, co było pozytywną odmianą po dwumiesięcznej serii odczytów poniżej oczekiwań.
- Sprzedaż detaliczna wyraźnie odbiła w kwietniu i zwiększyła się o 7,6% r/r w porównaniu do -0,3% r/r w marcu. Relatywnie duży pozytywny wpływ na odczyt miała sprzedaż żywności (+2,5 pp), która z kolei miesiąc wcześniej ciążyła na całościowym odczycie. Wahania w tej kategorii w dużej mierze mogły wynikać z efektów kalendarzowych, jako że święta wielkanocne w poprzednim roku wypadały w marcu. Oprócz tego, odnotowano dwucyfrowe tempo wzrostu w sprzedaży samochodów (14,9% r/r) oraz mebli i urządzeń RTV, AGD (13,2% r/r). W miesięcznym i odsezonowanym ujęciu sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 3,5%.
- Produkcja przemysłowa również zwiększyła się w kwietniu i wyniosła 1,2% r/r wobec 2,4% r/r w marcu (rewizja w dół o 0,1 pp). Dodatkowo tempo wzrostu w ujęciu rocznym odnotowano m.in. w przetwórstwie przemysłowym (1,7%). Po uwzględnieniu czynników sezonowych, produkcja przemysłowa wzrosła o 1% m/m.
- Silna sprzedaż detaliczna w kwietniu potwierdza, że motorem wzrostu dla polskiej gospodarki pozostaje konsumpcja. Niemniej, lepsze odczyty w przemyśle, który i tak na tle regionu radził sobie dotychczas dość dobrze, mogą być pierwszą oznaką odbicia w sektorze.



Rynek pracy

Przerwa w schładzaniu

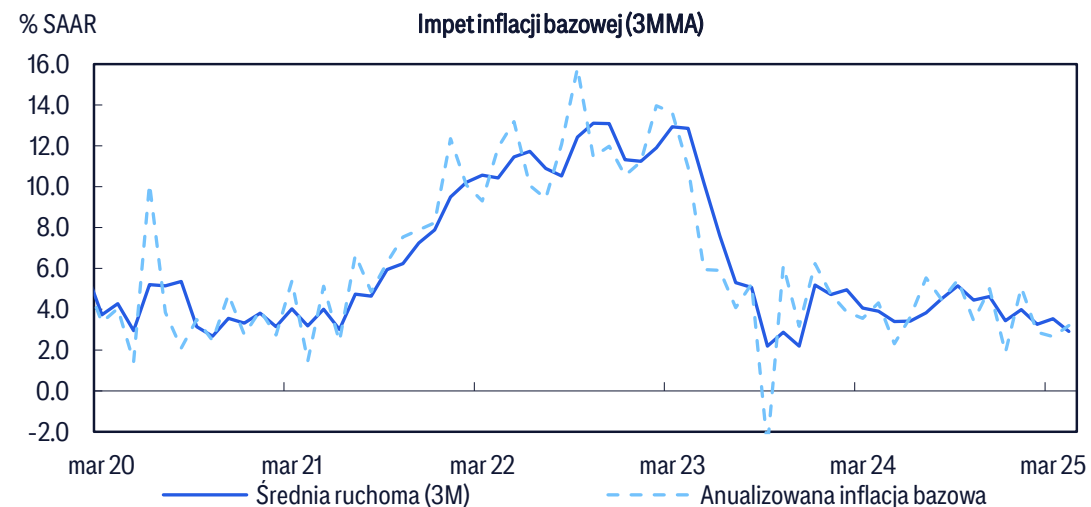
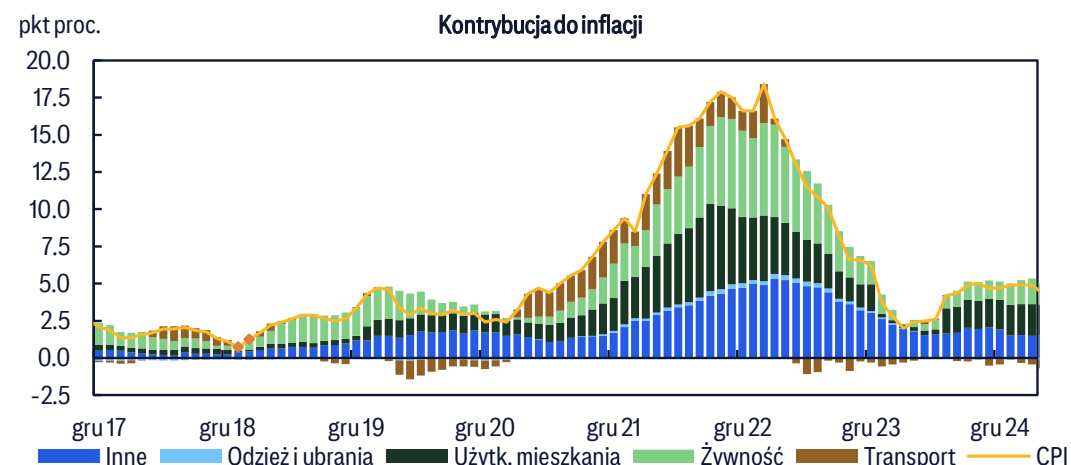
- W kwietniu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się o 9,3% r/r wobec 7,7% r/r w marcu. Odczyt okazał się znacznie przewyższać oczekiwania rynkowe, które przewidywały mniejszą skalę wzrostu płac (około 8% r/r).
- Największy wzrost przeciętnego wynagrodzenia w ujęciu rocznym odnotowano w transporcie i gospodarce magazynowej (11,4%), administrowaniu i działalności wspierającej (11,1%), przemyśle (9,5%) oraz informacji i komunikacji (9,4%).
- Jeżeli chodzi o zatrudnienie, w kwietniu zmniejszyło się o 0,8% r/r wobec -0,9% r/r miesiąc wcześniej. Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się natomiast o 0,1 pp do 5,2%, wpisując się w coroczny trend stabilizacji po wzroście obserwowanym na początku roku.
- Naszym zdaniem, formułowanie tezy o powrocie presji płacowej obserwowanej w ubiegłym roku na podstawie pojedynczego odczytu byłoby przedwczesne. W szczególności, kwietniowe dane prawdopodobnie zostały do pewnego stopnia zaburzone przez wypłaty bonusów oraz premii w okresie świąt wielkanocnych. W dłuższym czasie dominującym czynnikiem kształtującym dynamikę wynagrodzeń będzie inflacja, a ta najprawdopodobniej pozostanie w trendzie spadkowym.



Inflacja

Presja cenowa stopniowo słabnie

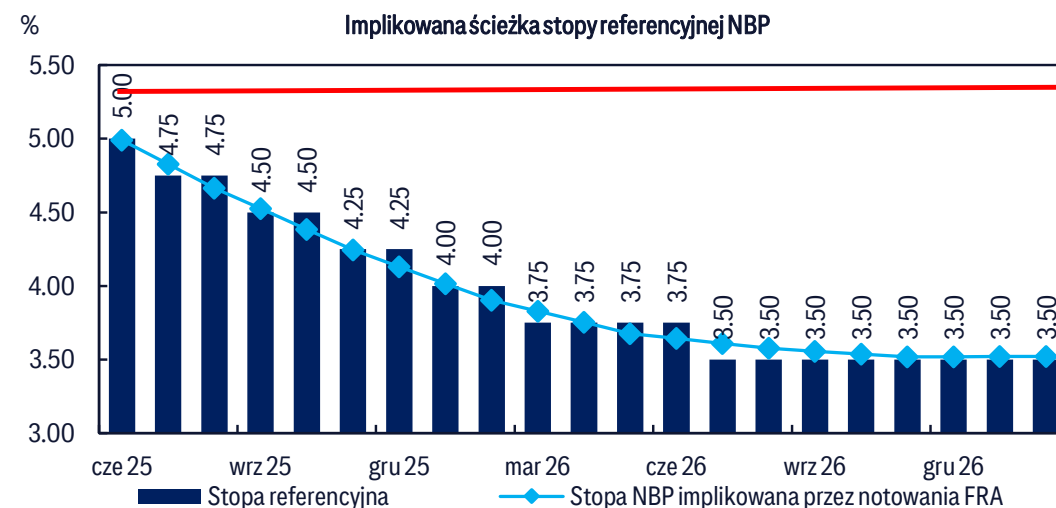
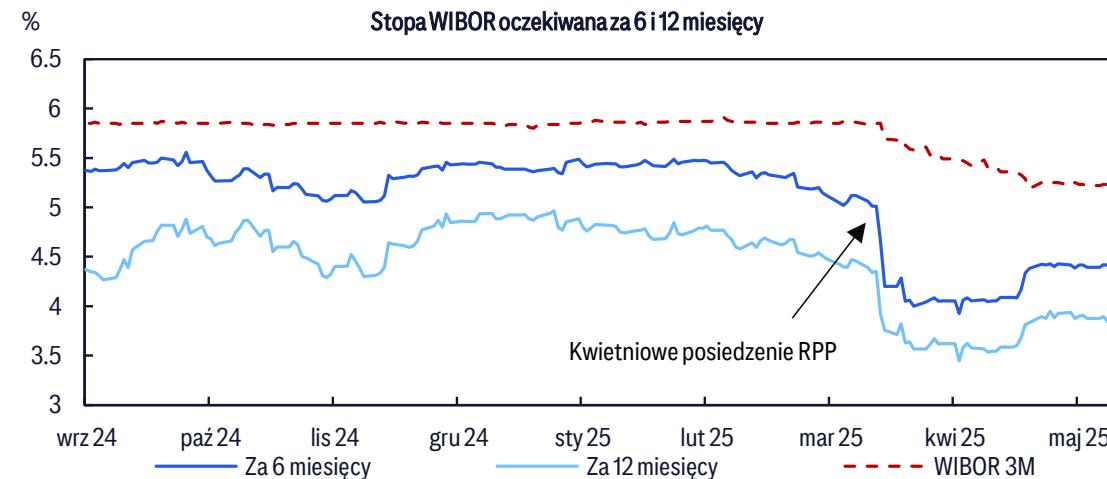
- W kwietniu wskaźnik CPI obniżył się do 4,3% r/r, wobec 4,9% w marcu. To co wydaje się najważniejsze w nowych danych to fakt, że wskazują one na szerokie osłabienie trendu inflacyjnego. Inflacja bazowa obliczana po wyeliminowaniu cen żywności, paliw oraz energii rosta w ostatnich trzech miesiącach średnio w tempie około 0,24% m/m, co wskazuje na już zupełną normalizację trendów cenowych. Po szoku inflacyjnym z lat 2021-2022 praktycznie nie pozostał ślad.
- W lipcu można spodziewać się dalszego istotnego spadku rocznego wskaźnika CPI. Ogłoszone pod koniec maja obniżki taryf gazowych tylko będą wspierać trend spadkowy. Szacujemy, że ten jeden czynnik może odjąć blisko 0,25pp od rocznego wskaźnika inflacji. Dzięki temu w lipcu inflacja może spaść do około 3%, a w sprzyjających warunkach nawet poniżej tego poziomu (niestety dużo głębszym spadkom przeciwdziała planowany powrót opłaty mocowej, który podniesie rachunki za prąd). W sumie przez całą drugą połowę roku spodziewamy się inflacji w okolicach 3%, choć na tym etapie wciąż istotnym źródłem niepewności jest kształtowanie się cen żywności. Za to w przyszłym roku inflacja powinna oscylować już w okolicach 2.5%.
- Na normalizację procesów inflacyjnych wskazuje choćby fakt wyraźnego osłabienia presji płacowej, co powinno mieć szczególny wpływ na ceny usług, które dotychczas były głównym motorem inflacji. Dodatkowo osłabienie dolara oznacza, że ceny surowców (często rozliczane w USD) spadają, obniżając koszty towarów importowanych.



Polityka pieniężna

Mocne rozpoczęcie, słabsza kontynuacja

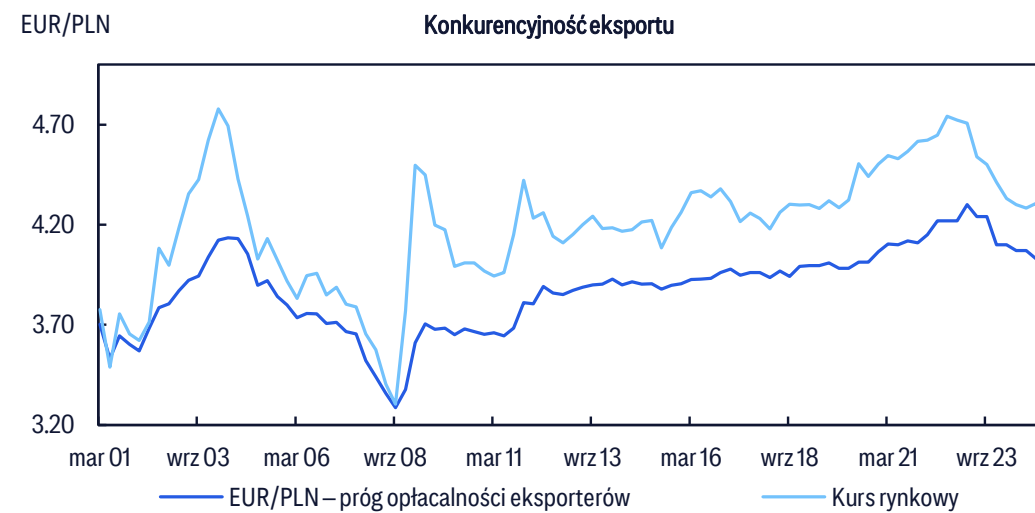
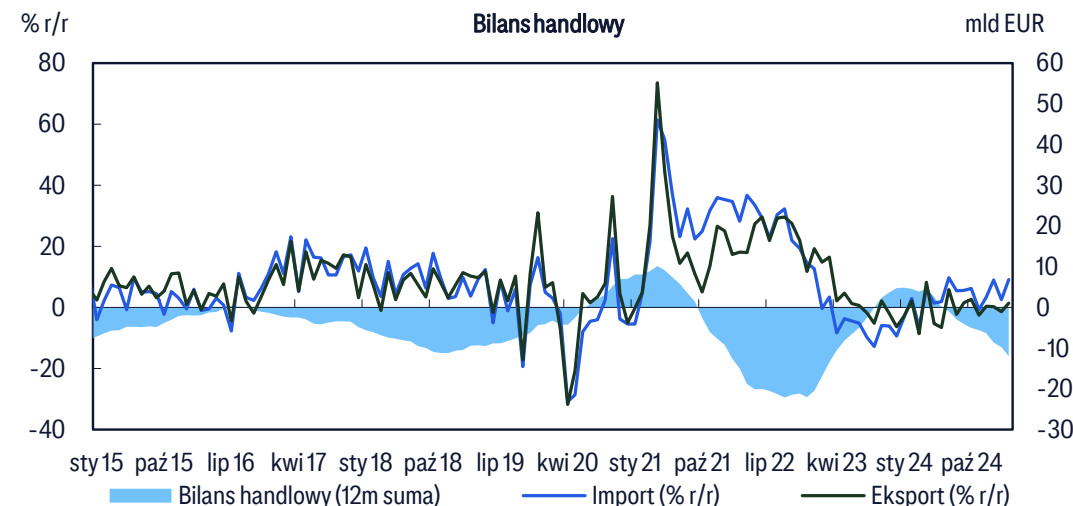
- Na majowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę referencyjną o 50 pb do poziomu 5,25%. Decyzja nie była zaskoczeniem, bo władze monetarne sygnalizowały gotowość do cięć już na kwietniowym posiedzeniu. Tym samym RPP ponownie rozpoczęła cykl obniżek, który pierwotnie rozpoczął się w 2023 roku, ale wkrótce został wstrzymany.
- Ton komunikatu RPP oraz wypowiedzi prezesa NBP sugerują, że chociaż pierwszy ruch Rady był relatywnie duży, to kolejne ruchy będą raczej mniejsze w swojej skali i będą następowały stopniowo. Spodziewamy się, że kolejną okazją do obniżki może być publikacja lipcowej projekcji NBP, która powinna dać RPP większą pewność co do przyszłych trendów inflacyjnych. W sumie w całym bieżącym roku spodziewamy się jeszcze 75 pb obniżek, dzięki czemu na koniec grudnia stopa referencyjna mogłaby spaść do 4,5% a w 2026 roku do 3,5%.
- W miarę jak sytuacja inflacyjna stabilizuje się, polityka fiskalna stopniowo staje się głównym źródłem niepewności dla Rady Polityki Pieniężnej. Nasz scenariusz zakłada, że zgodnie z dotychczasowymi planami rząd podejmie działania mające na celu obniżenie deficytu fiskalnego począwszy od przyszłego roku. Niemniej przebieg kampanii wyborczej stawia taki scenariusz pod znakiem zapytania. Gdyby deficyt miał pozostać na wysokim poziomie, najprawdopodobniej ograniczyłoby to przestrzeń do cięć stóp. Obniżki do poziomu około 3,5% wyceniane przez rynki finansowe mogłyby wymagać istotnej korekty.



Bilans płatniczy

Eksport i import z dodatnią dynamiką

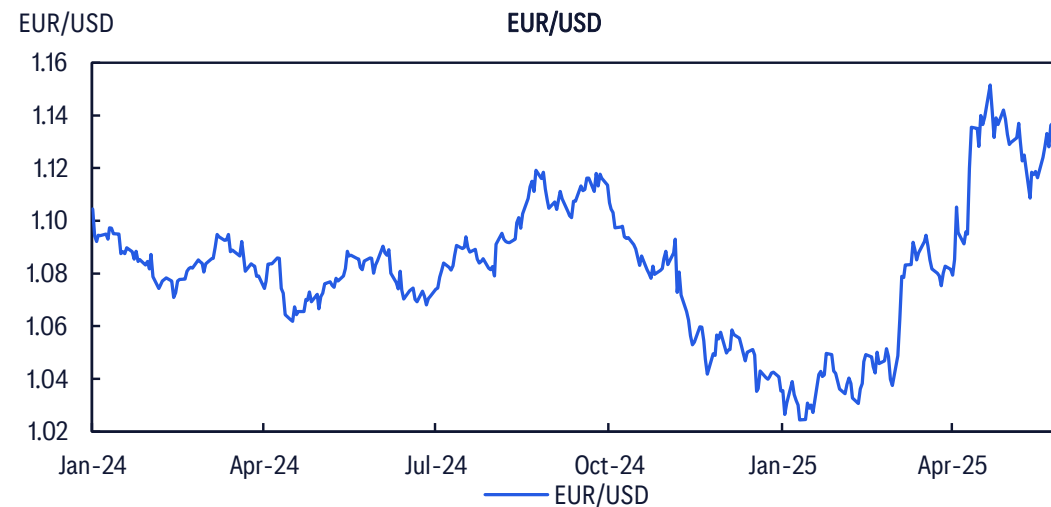
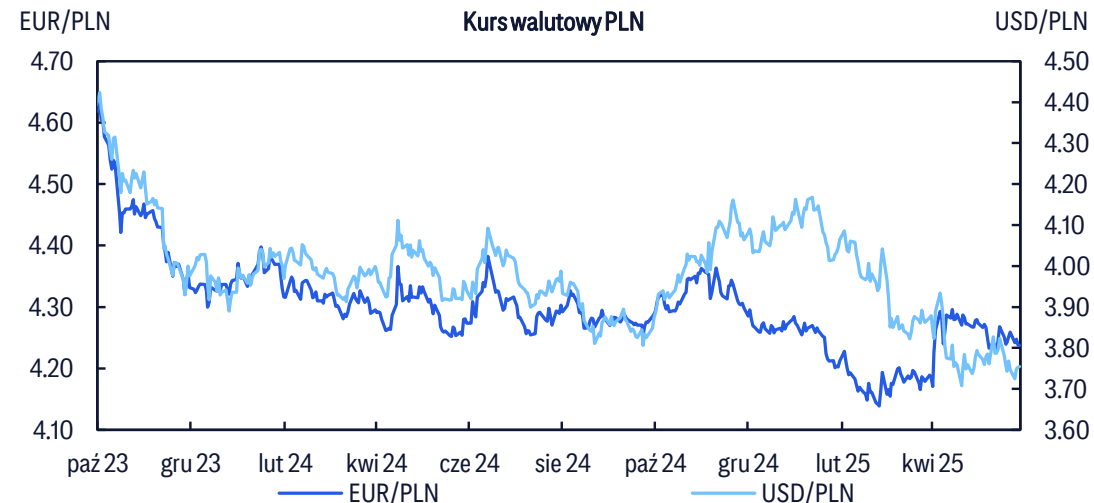
- W marcu deficyt na rachunku bieżącym poszerzył się do 1419 mln EUR z 77 mln EUR w lutym (rewizja w górę z -220 mln EUR). Roczne skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących obniżyło się w konsekwencji do -0,4% PKB.
- Saldo obrotów towarowych wyniosło -1895 mln EUR. Obie składowe salda odnotowały dodatnie tempo wzrostu w ujęciu rocznym, jednak znaczna przewaga importu zadecydowała o ujemnym saldzie. Wartość eksportu zwiększyła się o 1,4% r/r, natomiast importu 9,1% r/r.
- Jak wynika z komentarza NBP, marzec nie był przełomem jeżeli chodzi o tendencje w eksporcie. Negatywny wpływ na jego dynamikę miało dalsze zmniejszenie sprzedaży zagranicznej części motoryzacyjnych oraz towarów konsumpcyjnych trwałego użytku. Z drugiej strony w imporcie w tej ostatniej kategorii odnotowano największy wzrost.
- W marcu korzystnie na import mogło również wpłynąć umocnienie złotego, czego nie można powiedzieć o eksporcie, dla którego aprecjacja waluty oznacza spadek konkurencyjności polskich produktów. Według NBP, kurs euro przy którym eksport staje się nieopłacalny wyniósł w pierwszym kwartale 4,05.



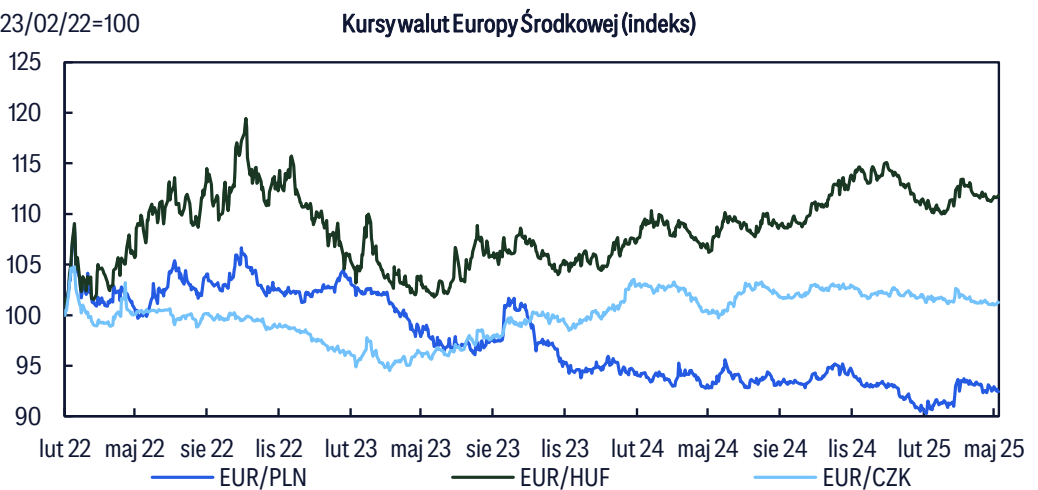
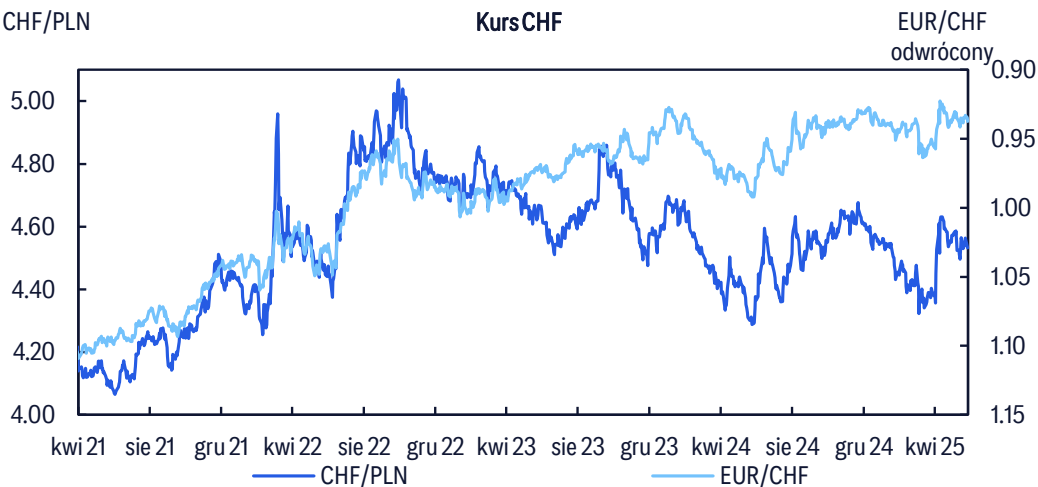
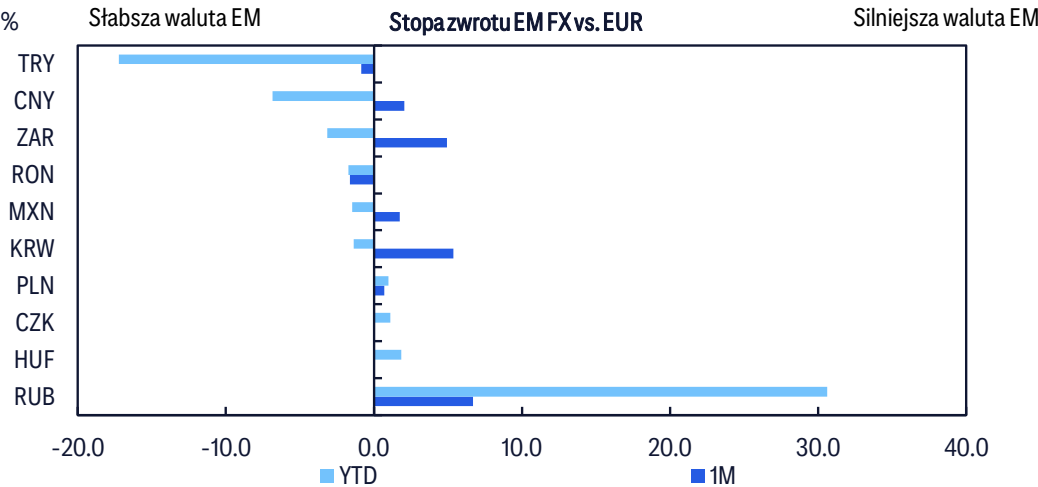
Rynek walutowy

Dobry miesiąc dla złotego

- W ciągu ostatniego miesiąca złoty lekko umocnił się wobec euro, a kurs EUR/USD spadł poniżej 4,24. Istotnym wsparciem dla polskiej waluty był jastrzębi wydźwięk komentarzy przedstawicieli RPP (strona 8), którzy chłodzili oczekiwania na szybkie obniżki stóp procentowych w tym roku. Była to duża zmiana po wcześniejszych gołębich komentarzach z kwietnia br.
- Umocnieniu złotego pomagała również seria niezłych danych z polskiej gospodarki, wskazująca na jej odporność na zewnętrzne szoki. Zaskakujący wynik pierwszej tury wyborów prezydenckich miał niewielki negatywny wpływ na wycenę złotego, jednak efekt ten bardzo szybko zniknął z wycen rynkowych. W sumie pomimo utrzymującej się niepewności politycznej notowania złotego pozostawały relatywnie stabilne.
- W średnim okresie spodziewamy się lekkiego osłabienia złotego wobec euro. Silny wzrost popytu krajowego oraz rosnący import sprzętu wojskowego prowadzi do stopniowego pogorszenia się salda rachunku obrotów bieżących, szczególnie w porównaniu z innymi krajami regionu Europy Środkowej. Ponadto wzrost kosztów pracy w ostatnich latach sprawia, że pozycja polskich eksporterów uległa pogorszeniu, co może ograniczać przestrzeń do aprecjacji złotego. Wreszcie, o ile przestrzeń do obniżek stóp procentowych w regionie oraz w strefie euro wydaje się powoli wyczerpywać, polski bank centralny zapewne w dłuższym czasie będzie w stanie kontynuować swój cykl luzowania polityki monetarnej, zmniejszając tym samym atrakcyjność złotego dla zagranicznych inwestorów.



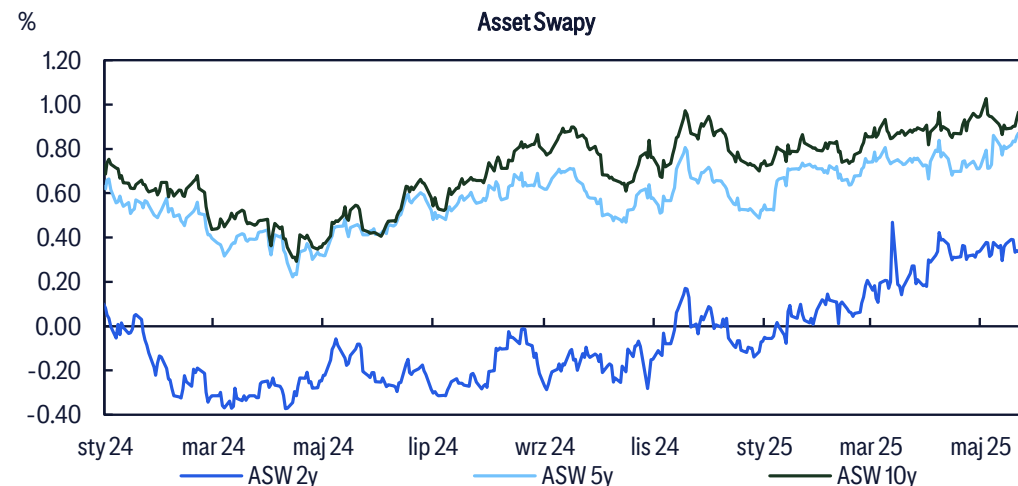
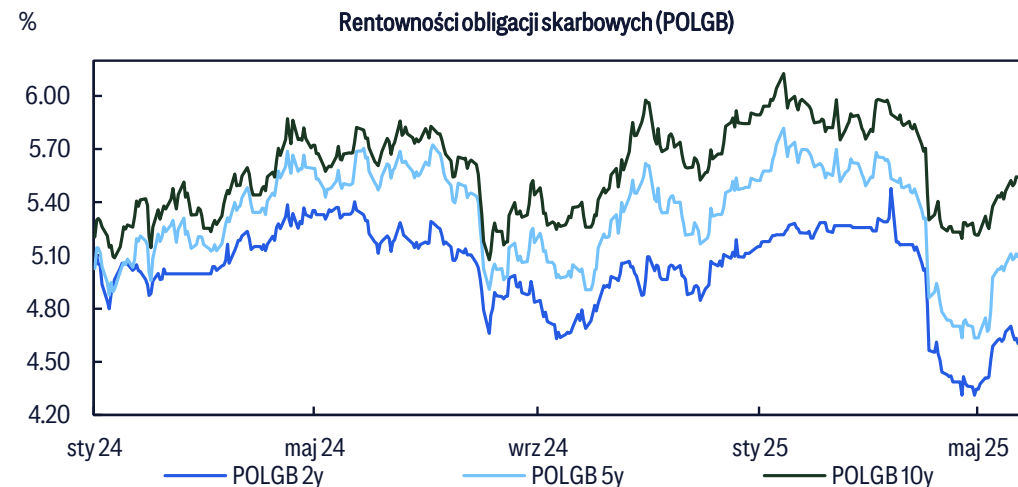
Rynek walutowy



Rynek długu

Rentowności w górę

- Maj przyniósł istotny wzrost rentowności obligacji skarbowych. Pod koniec miesiąca rentowność obligacji 10-letnich osiągnęła poziom 5,51% i była o niemal 30 pb wyższa niż pod koniec kwietnia. Jeszcze większe wzrosty odnotowano w przypadku obligacji pięcioletnich (+44 pb do poziomu 5,07%).
- Do przesunięcia krzywej przyczyniło się przede wszystkim zaostrenie retoryki banku centralnego, który pomimo obniżenia stóp procentowych o pół punktu procentowego, zasignalizował na swoim majowym posiedzeniu większą ostrożność w przypadku przyszłych cięć. W reakcji na te sygnały rynek FRA zaczął wyceniać nieco mniejszą skalę obniżek stóp procentowych, co wpłynęło zarówno na rynek swap, jak i na obligacje skarbowe.
- O ile pierwsza tura wyborów miała relatywnie niewielki wpływ na rynek walutowy, jej echa stały się nieco bardziej widoczne na rynku obligacji, szczególnie tych o dłuższym terminie zapadalności. Od momentu ogłoszenia wyników spready asset swap dla obligacji 10 -letnich wzrosły o kilkanaście punktów bazowych.
- Na dłuższą metę o kierunku na rynku długu zdecyduje mieszanka decyzji RPP oraz planów fiskalnych rządu. Jak sygnalizowaliśmy na stronie 8, istotnym czynnikiem będzie ewentualna gotowość rządu do redukcji deficytu w przyszłym roku oraz skala ewentualnego dostosowania. W tym kontekście lepsza ocena kierunku zmian rynkowych będzie możliwa dopiero po wyklarowaniu się wyniku wyborów prezydenckich i intencji rządowych.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2024						2025							
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	
Strefa Realna														
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7.8	-1.6	0.0	5.3	-1.3	-0.5	4.7	-1.3	0.3	-0.9	-1.8	2.5	1.2	
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-1.9	-4.4	3.0	-2.9	-5.0	8.8	9.8	-5.4	-8.0	2.3	-0.3	8.5	-3.2	
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	8.1	-1.6	-0.1	5.4	-1.4	-0.4	4.9	-1.7	-0.2	-0.6	-2.1	2.9	1.7	
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-2.0	-6.5	-9.0	-1.3	-9.6	-9.0	-9.6	-9.3	-8.0	4.2	-0.1	-1.0	-4.2	
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	4.1	5.0	4.4	4.4	2.6	-3.0	1.3	3.1	1.9	4.9	-0.5	-0.3	7.6	
Stopa bezrobocia (%)	5.1	5.0	4.9	5.0	5.0	5.0	4.9	5.0	5.1	5.4	5.4	5.3	5.2	
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.6	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	
Ceny														
Inflacja (% r/r)	2.4	2.5	2.6	4.2	4.3	4.9	5.0	4.7	4.7	4.9	4.9	4.9	4.3	
Inflacja (% m/m)	1.1	0.1	0.1	1.4	0.1	0.1	0.3	0.5	0.0	1.0	0.3	0.2	0.4	
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-8.5	-7.0	-5.8	-5.1	-5.5	-6.2	-5.1	-3.8	-2.7	-1.0	-1.3	-1.0	-1.4	
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.3	-0.3	0.4	-0.4	-0.5	-0.3	0.5	0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	11.3	11.4	11.0	10.6	11.1	10.3	10.2	10.5	9.8	9.2	7.9	7.7	9.3	
Przepływy zagraniczne														
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	922	-468	-142	-491	-2276	-1160	1510	313	-1119	558	-77	-1419	-	
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	745	-1098	-533	-1167	-2108	-554	-302	-900	-1962	-1208	-966	-1895	-	
Eksport f.o.b. (mln EUR)	28764	27061	27473	27436	25230	28310	30637	29004	24860	27533	27250	29211	-	
Eksport (% r/r)	8.3	-5.3	-6.6	5.8	-2.3	1.5	2.6	-2.6	0.4	0.2	-1.4	1.4	-	
Import f.o.b. (mln EUR)	28019	28159	28006	28603	27338	28864	30939	29904	26822	28741	28216	31106	-	
Import (% r/r)	6.0	1.4	1.9	9.7	5.5	5.6	6.2	-0.8	3.4	8.9	2.5	9.1	-	

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2023						2025							
	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	
Strefa monetarna														
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.4	8.0	8.4	8.3	7.8	6.5	7.8	8.7	9.3	9.4	9.1	10.3	10.4	
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10.4	10.6	10.8	10.9	10.2	8.7	10.1	10.4	10.2	10.1	10.3	10.1	9.8	
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	2.2	2.7	2.3	0.9	1.4	-1.7	0.6	2.1	4.0	5.4	3.6	5.9	7.2	
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	0.2	0.5	1.4	1.9	2.0	1.4	3.1	3.4	2.7	2.3	2.2	2.8	3.0	
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-2.2	-1.4	-0.5	0.3	2.2	1.9	3.4	5.8	5.4	5.2	5.0	3.0	4.2	
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)	5.76	5.75	5.75	5.76	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.77	5.75	5.48	
WIBOR 3M (koniec okresu)	5.76	5.75	5.75	5.76	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.76	5.76	5.74	5.31	
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	5.46	5.44	5.51	5.68	5.64	5.90	5.98	6.17	5.73	5.67	5.55	5.43	4.38	
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.54	5.45	5.21	4.62	4.84	4.68	4.82	4.95	5.13	5.17	5.18	5.10	4.38	
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.60	5.49	5.49	5.25	5.09	4.94	5.50	5.38	5.58	5.59	5.55	5.36	4.70	
EUR/PLN (koniec okresu)	4.32	4.27	4.31	4.30	4.28	4.28	4.35	4.30	4.27	4.21	4.16	4.18	4.28	
USD/PLN (koniec okresu)	4.03	3.94	4.03	3.97	3.86	3.82	4.01	4.08	4.10	4.06	4.00	3.86	3.76	
EUR/USD (koniec okresu)	1.07	1.09	1.07	1.08	1.11	1.12	1.09	1.06	1.04	1.04	1.04	1.08	1.14	
Wskaźniki fiskalne														
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	39.9	53.1	69.9	82.8	88.7	107.3	129.8	141.8	210.9	3.2	36.3	76.3	91.4	
Def. budżetowy skum. (% planu)*	17%	22%	29%	34%	37%	45%	54%	59%	88%	1%	13%	26%	32%	

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	915	944	1020
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3911	4155
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	25233	27254
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	12.7	-2.2	4.8	4.1
Konsumpcja (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	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	2.0	4.4	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.2	4.1	5.9
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.3
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.4
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	4.52	3.69
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	3.77
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.69	3.68
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.27	4.31
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.30

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	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	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-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	-6.2	-5.2
Saldo pierwotne sektora	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.5
Dług publiczny (Polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.0

Prognozy długoterminowe

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.3	0.1	2.9	3.9	3.2	3.2	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	14.3	11.5	3.6	3.7	2.4	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	6.75	5.75	5.75	4.50	3.50	3.50	3.50
USD/PLN (Koniec okresu)	4.39	3.94	4.10	3.59	3.77	3.87	3.88
USD/PLN (Średnia)	4.45	4.20	3.98	3.69	3.68	3.86	3.88
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.35	4.27	4.27	4.31	4.33	4.34
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.54	4.31	4.24	4.30	4.33	4.34

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.trzciolek@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 otrzymywaniem 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