



Październik 2025

Piotr Kalisz, CFA
Arkadiusz Trzciółek, CFA
Anastazja Nagórka

Citi Monthly

Ożywienie trwa

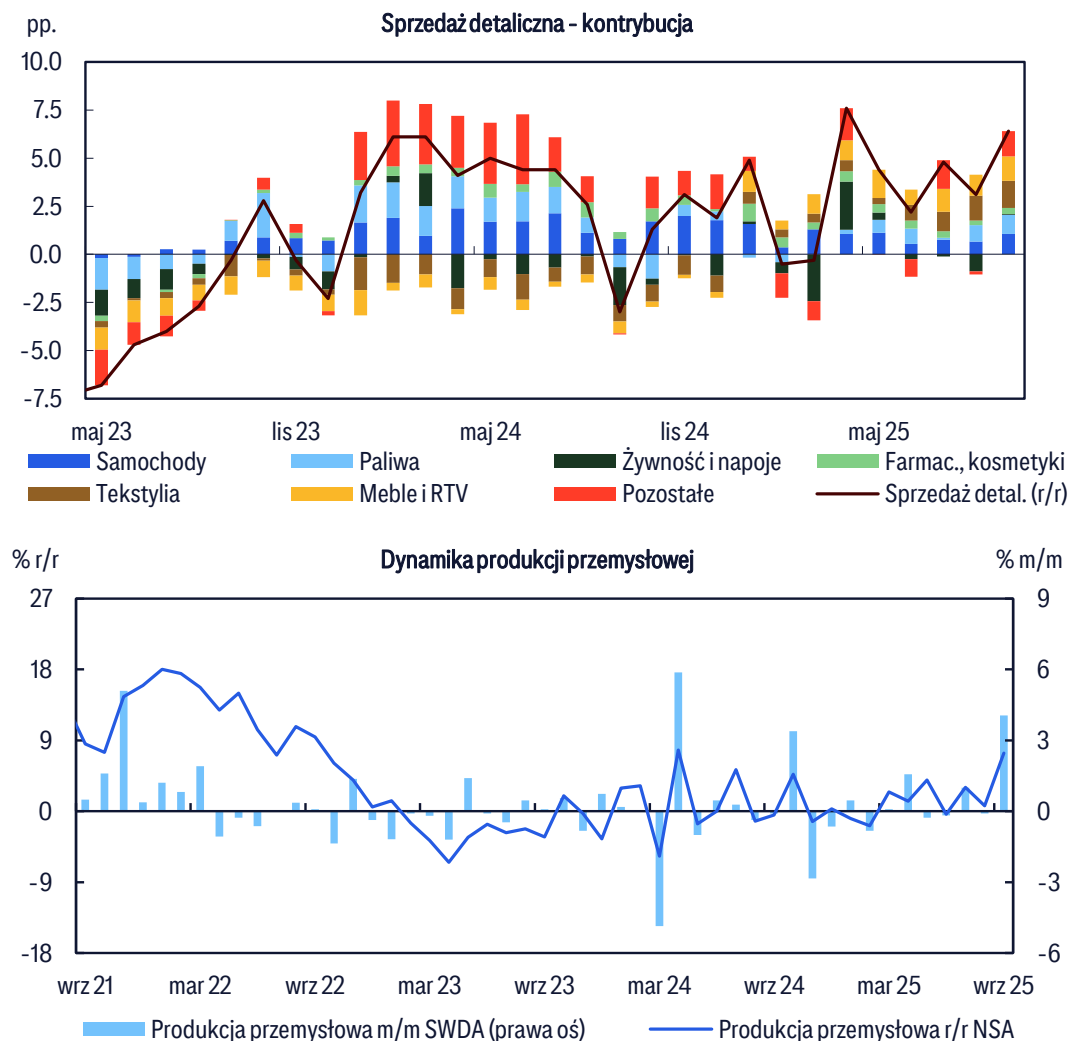
Podsumowanie

- Konsumpcja pozostaje główną siłą napędową wzrostu gospodarczego w Polsce, o czym świadczy niezmiennie silna dynamika sprzedaży detalicznej. Zaskakującą odpornością wykazuje się również przemysł, który pozostaje w trendzie wzrostowym pomimo niezbyt sprzyjającego otoczenia zewnętrznego. Wciąż uważamy, że gospodarka może w tym roku wzrosnąć o około 3,5% r/r.
- Na rynku pracy na razie bez istotnego przełomu. Średnioterminowy trend wskazuje na stopniowe słabnięcie presji płacowej, ale obecny wzrost wynagrodzeń wciąż kształtuje się znacznie powyżej poziomów spójnych z realizacją celu inflacyjnego. Umiarkowana skala podwyżek płacy minimalnej w 2026 roku powinna z czasem pomóc doprowadzić do dalszej normalizacji dynamiki wynagrodzeń.
- Inflacja kształtuje się tylko lekko powyżej celu inflacyjnego, jednak trend spadkowy w inflacji bazowej wytracił swój impet. Przez najbliższe miesiące spodziewamy się inflacji w przedziale 2,5–3,0% r/r.
- Rada Polityki Pieniężnej postanowiła w październiku obniżyć stopę referencyjną o 25 pb do poziomu 4,5%. Nasze prognozy inflacyjne sugerują, że istnieje jeszcze przestrzeń do dalszych obniżek, jednak biorąc pod uwagę wyraźną skalę cięć z ostatnich miesięcy (łącznie 125 pb), bank centralny nie musi się spieszyć. Spodziewamy się, że stopa referencyjna NBP ostatecznie spadnie do około 3,75% w trakcie 2026 roku.
- Polityka fiskalna pozostaje jednym z potencjalnych źródeł niepewności. Deficyt wyraźnie wzrósł w ostatnich latach i na razie nie widać szans na istotne zacieśnienie fiskalne w horyzoncie przynajmniej kolejnych dwóch lat.

Aktywność ekonomiczna

Wrzesień dobrym miesiącem dla polskiej gospodarki

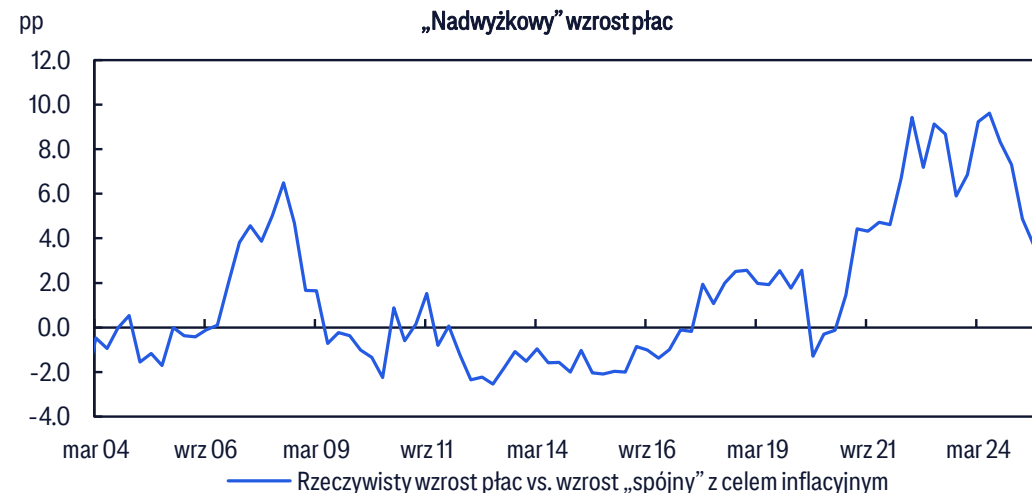
- Wrzesień przyniósł solidne wyniki sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej. Wysokie odczyty były wspierane przez niską bazę sprzed roku oraz korzystny układ kalendarza. Niemniej nawet po uwzględnieniu tych czynników dane wskazują na rzeczywiste oznaki ożywienia aktywności gospodarczej.
- We wrześniu sprzedaż detaliczna przyspieszyła do 6,4% r/r wobec 3,1% r/r w sierpniu. Po uwzględnieniu czynników sezonowych oraz różnic w liczbie dni roboczych, sprzedaż zwiększyła się o 4,9% r/r i jednocześnie obniżyła się o 0,6 % m/m. Obliczane przez GUS bieżące oraz wyprzedzające wskaźniki ufności konsumenckiej wzrosły we wrześniu do najwyższych poziomów od czasu pandemii, zwiastując utrzymanie solidnego popytu konsumpcyjnego w najbliższych miesiącach.
- Wysoki wynik odnotowano także w przypadku produkcji przemysłowej, która we wrześniu zwiększyła się o 7,4% r/r wobec 0,7% w sierpniu. W ujęciu miesięcznym nastąpił 16% wzrost, a po wyeliminowaniu efektów sezonowych o 4,1%. Wysokie wzrosty utrzymały dobra inwestycyjne, ponadto podobną tendencję zaobserwowano w przypadku branży związanej z produkcją artykułów spożywczych, co świadczy o utrzymującym się silnym popycie krajowym.
- Choć polski przemysł wykazuje oznaki ożywienia, hamulcem dalszego wzrostu pozostaje obniżona aktywność tego sektora w Niemczech, w szczególności problemy tamtejszego przemysłu motoryzacyjnego.



Rynek pracy

Normalizacja rynku pracy postępuje (powoli)

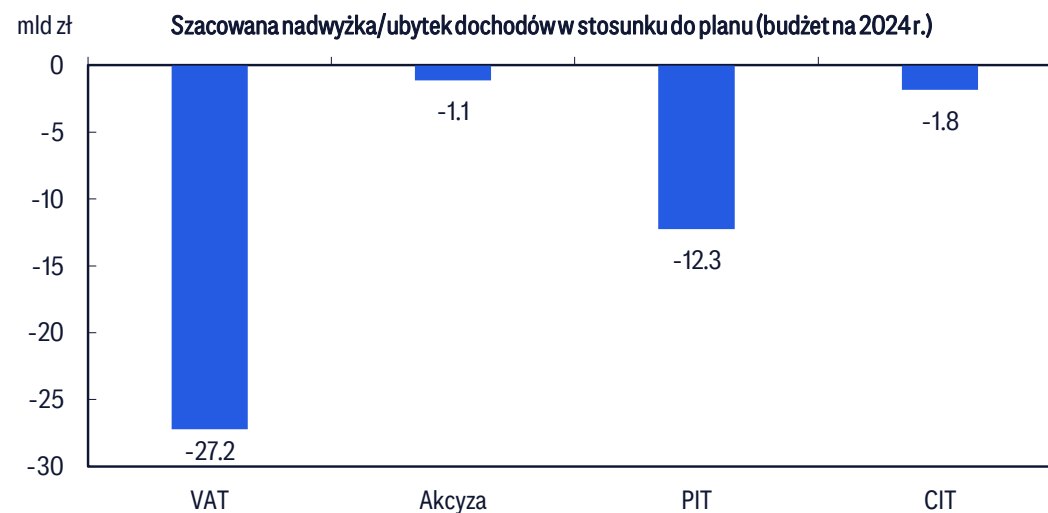
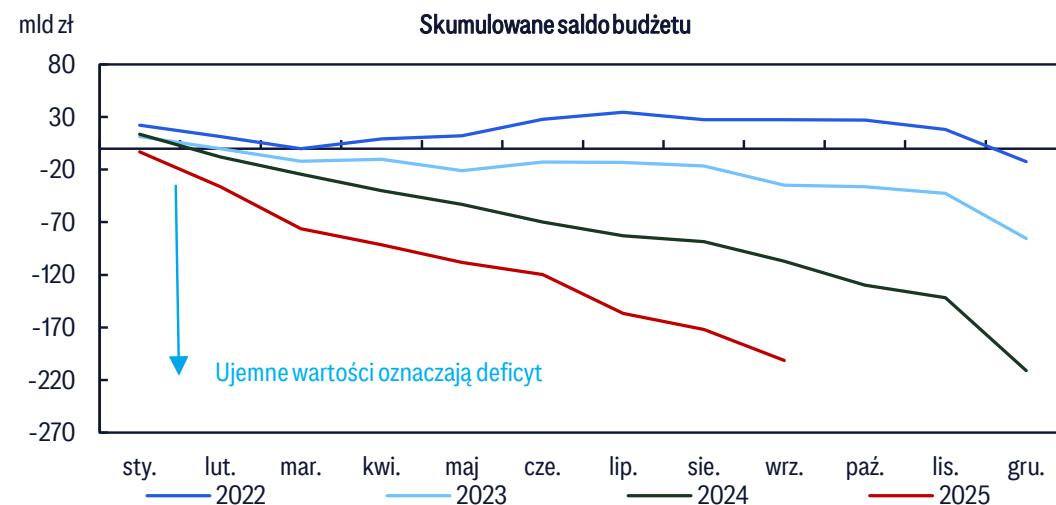
- We wrześniu wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 7,5% r/r co stanowi lekką poprawę wobec sierpniowego wyniku na poziomie 7,1% r/r. O ile odczyt okazał się nieco niższy niż oczekiwania rynkowe, to impet wzrostu płac wciąż pozostaje solidny. Normalizacja sytuacji na rynku pracy postępuje w ostatnich miesiącach, jednak w ujęciu realnym płace wciąż rosną o ponad 4% r/r. Ponadto, nasze szacunki wskazują, że wzrost płac jest wciąż o około 3 pp. wyższy od tempa, które byłoby spójne z osiągnięciem celu inflacyjnego w dłuższym terminie.
- Uwagę przyciąga wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego, która we wrześniu wyniosła 5,6% i w ostatnich miesiącach odbiega od wzorca sezonowego z lat ubiegłych. Wskaźnik bezrobocia wciąż znajduje się pod wpływem czynników regulacyjnych, które zmieniły sposób rejestracji oraz kontroli bezrobotnych w urzędach pracy. Dane o stopie bezrobocia z BAEL (wg metodologii Eurostatu) nie wskazują na istotny wzrost stopy bezrobocia, która w przypadku Polski wciąż należy do najniższych w UE.
- Czynnikiem, który rodzi obawy na temat kondycji polskiego rynku pracy jest również kwestia zwolnień grupowych. Według danych GUS na koniec września 74,7 tys. osób było objętych programami zwolnień grupowych, a średnia wartość za 2025 rok jest o ponad 45 tys. wyższa niż w roku ubiegłym. Za wzrost planowanych zwolnień grupowych odpowiada jednak przede wszystkim sektor publicznym, gdyż w sektorze prywatnym udział osób objętych zwolnieniami grupowymi nawet się obniżył w ostatnich miesiącach i wynosi blisko 0,2% zatrudnienia.



Polityka fiskalna

Bez oznak zacieśnienia

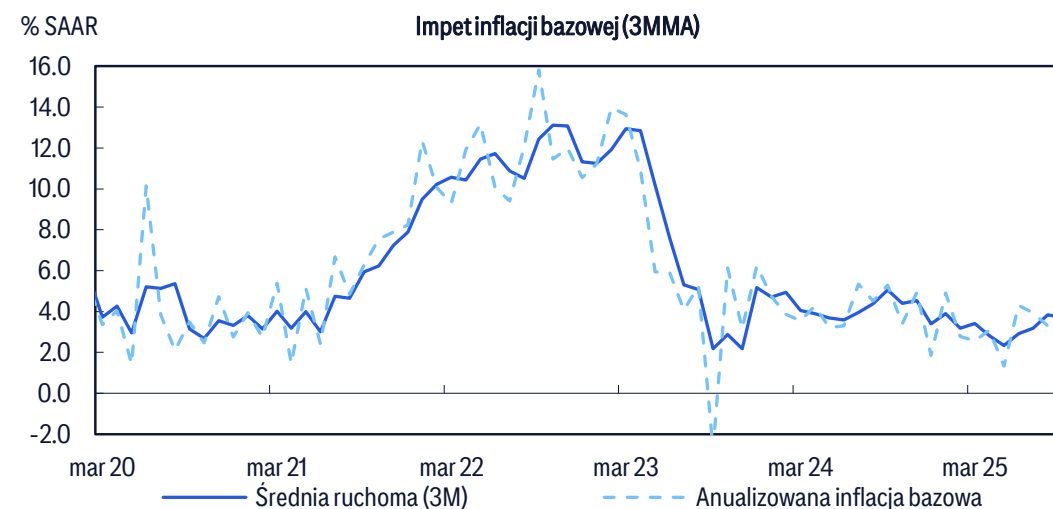
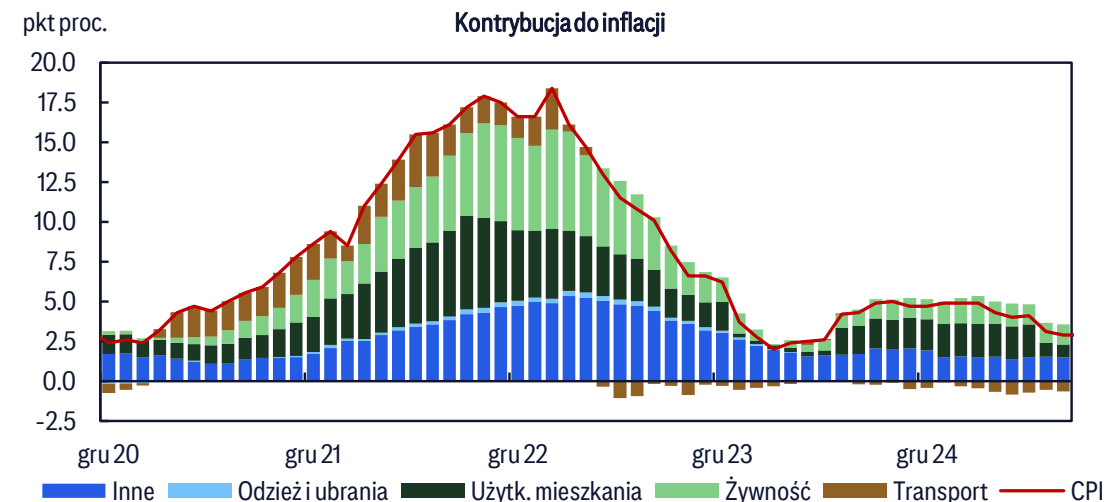
- Deficyt budżetowy stopniowo rośnie i po dziewięciu miesiącach roku przekroczył 200 mld zł. Jest to, jak na pierwsze trzy kwartały roku, nominalnie rekordowa kwota, jednak co ważniejsze, jest to również procentowo wyższe wykonanie (70%) niż w poprzednich dwóch latach o tej samej porze (58% i 51%).
- Jeżeli chodzi o poszczególne kategorie dochodowe najbardziej niepokoi stosunkowo niskie wykonanie wpływów z VAT. Co prawda w ostatnich trzech miesiącach rosły one w tempie 7,6% r/r, a więc zbliżonym do nominalnego wzrostu konsumpcji, jednak jest to znacznie słabszy wzrost niż planowano rok temu. W sumie oznacza to, że ubytek z tytułu samego VAT może sięgnąć 27 mld zł, a pewne niedobory zarysowują się również w innych kategoriach.
- Gdyby uwzględnić słabsze dochody i jednocześnie tradycyjne oszczędności związane z niewykonaniem całego planu wydatkowego, w sumie deficyt jest na trajektorii aby przekroczyć plan o 20-25 mld zł. Przedstawiciele Ministerstwa Finansów zapewniają, że nie jest planowana rewizja budżetu, co sugerowałoby, że część wydatków zostanie zrealizowana przez fundusze pozabudżetowe albo zostanie opóźniona do 2026 roku. To, czy do rewizji budżetu dojdzie, czy też wydatki zostaną zrealizowane w inny sposób, nie ma z punktu widzenia makroekonomicznego większego znaczenia. W obydwu przypadkach polityka fiskalna pozostanie luźna, a gospodarka otrzyma pro-wzrostowy impuls.



Inflacja

Blżej celu

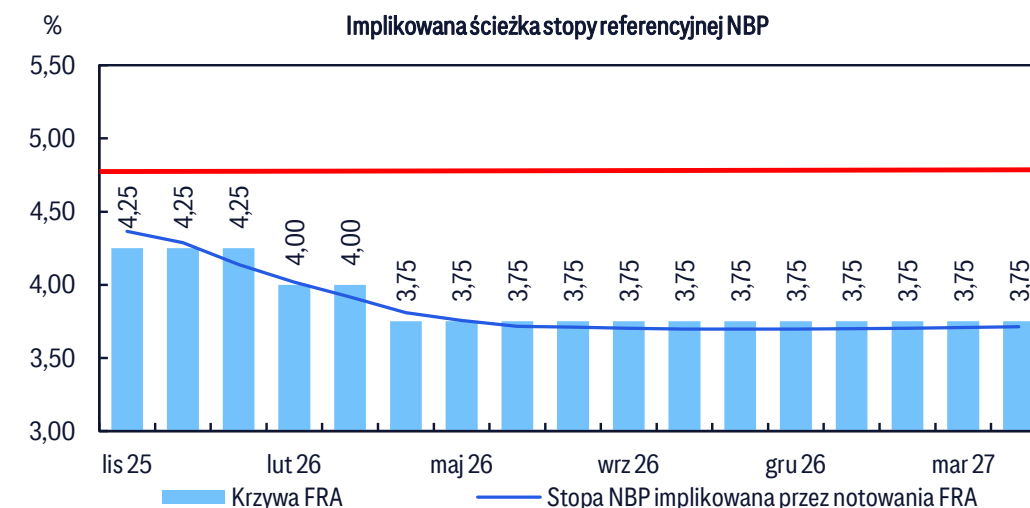
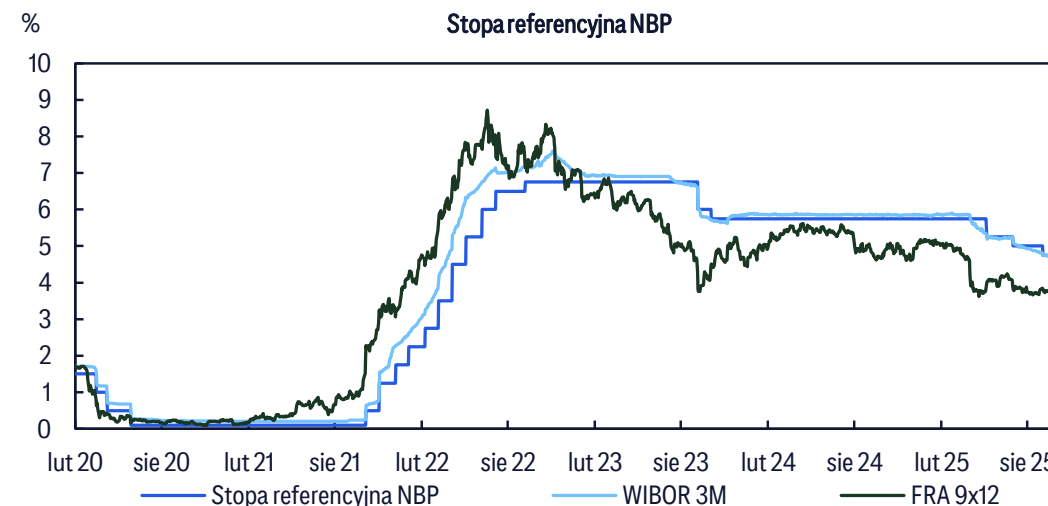
- We wrześniu inflacja utrzymała się na poziomie 2,9% r/r, pozostając tylko lekko powyżej celu inflacyjnego RPP (2,5%) i jednocześnie wewnątrz przedziału dopuszczalnych wahań. Niski poziom inflacji to przynajmniej częściowo efekt korzystnych trendów w żywności, gdzie miesięczna dynamika cen była niższa niż zazwyczaj we wrześniu oraz niższa od naszych prognoz. Gdyby spojrzeć jednak poza główny wskaźnik CPI widać pewne sygnały świadczące o wyhamowaniu trendu spadkowego.
- Po wyłączeniu cen żywności, energii i paliw inflacja bazowa wyniosła 3,2% r/r. Co więcej, miesięczne zmiany inflacji bazowej (już po oczyszczeniu z wahań sezonowych) kształtują się na poziomach, które sugerują stabilizację inflacji bazowej w dłuższym horyzoncie na poziomie około 3,7%. Z tego punktu widzenia impet inflacji bazowej wręcz zyskał na sile w stosunku do sytuacji z maja, kiedy Rada Polityki Pieniężnej zaczęła cykl obniżek.
- Spodziewamy się, że z czasem inflacja bazowa oraz CPI powinny obniżyć się, między innymi dzięki dezinflacji cen towarów. Sprzyjać temu będzie relatywnie silny złoty, obniżający ceny towarów importowanych. Jednocześnie ujawniać się będą (już widoczne w niektórych krajach) efekty rosnącej konkurencji ze strony azjatyckich producentów, którzy po wprowadzeniu ceł przez Stany Zjednoczone stają się bardziej aktywni na innych rynkach. Z drugiej strony ceny usług zapewne wciąż będą rosły relatywnie szybko, odzwierciedlając wpływ napiętej sytuacji na rynku pracy.



Polityka pieniężna

Ostatnia obniżka zaskoczeniem dla części rynku

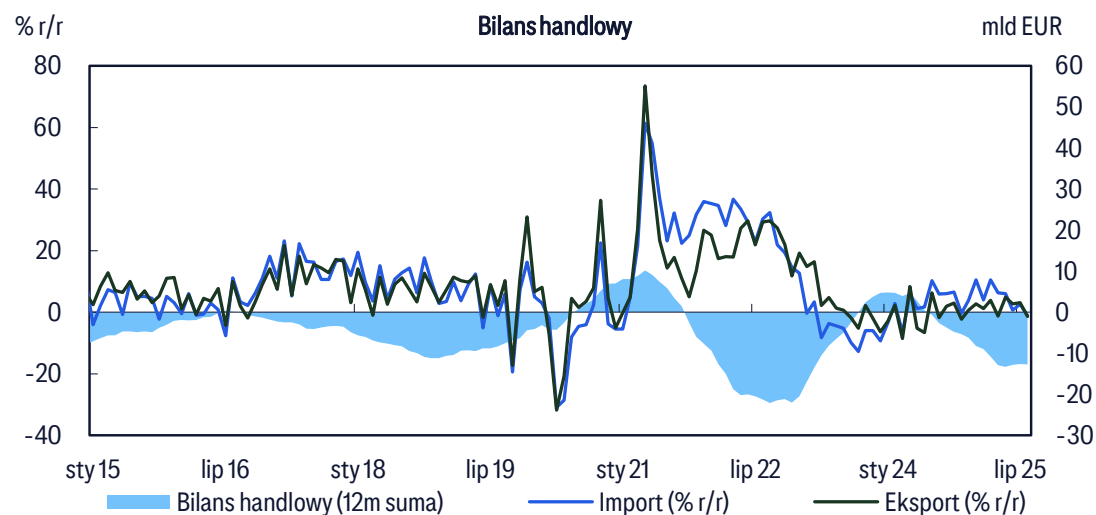
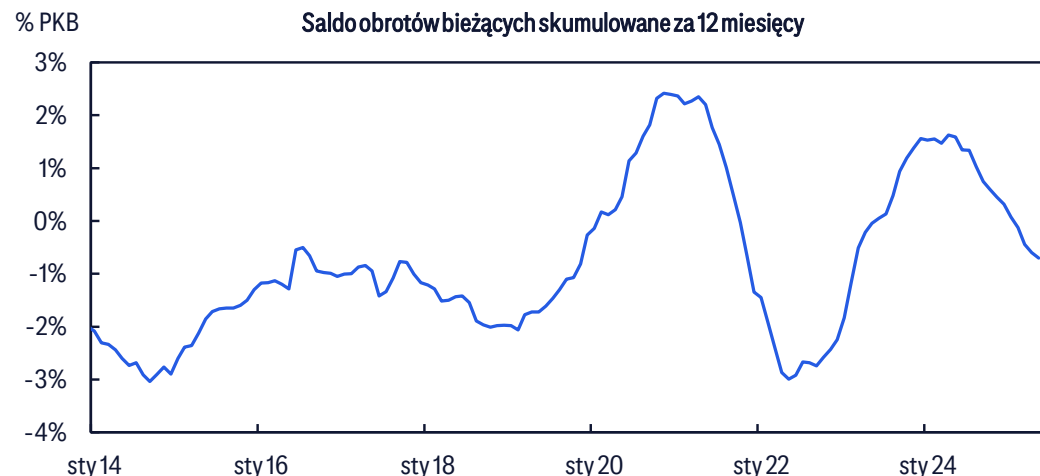
- W październiku Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się na obniżenie stopy referencyjnej o 25 pb do poziomu 4,50%. Oczekiwania rynku co do wrześniowej decyzji były wyraźnie podzielone, ponieważ wielu uczestników spodziewało się przesunięcia obniżki na listopad.
- Na ostatniej konferencji prasowej prezes Glapiński przyznał, że członkowie RPP widzą przestrzeń do dalszych obniżek, jednak nie wskazał możliwego terminu realizacji tych planów. W ocenie prezesa NBP październikowa obniżka nie wyklucza zupełnie kolejnego cięcia w listopadzie.
- Przypuszczamy, że listopadowa decyzja będzie w dużej mierze zależeć od październikowego odczytu inflacji (nasza prognoza 2,9% jest nieco niższa niż prognoza NBP). Z drugiej strony, czynnikami ograniczającym pole do obniżek pozostaje napięta sytuacja fiskalna, utrzymujący się na relatywnie wysokim poziomie wzrost płac realnych oraz podwyższona inflacja bazowa. Na decyzje RPP w najbliższych miesiącach może także oddziaływać planowane na 2027 r. wejście w życie systemu ETS II, które według szacunków NBP mogłoby podwyższyć inflację o 2 pp.
- Nasz bazowy scenariusz zakłada, że w listopadzie RPP wstrzyma się z obniżkami, o ile październikowa inflacja nie zaskoczy wyraźnie w dół. Spodziewamy się, że z każdym kolejnym ruchem RPP będzie coraz bardziej ostrożna w kwestii dalszego luzowania polityki pieniężnej. Utrzymujemy nasz bazowy scenariusz, zakładający zakończenie cyklu cięć ze stopą referencyjną na poziomie 3,75%.



Bilans płatniczy

Na dużym minusie

- W sierpniu deficyt salda rachunku bieżącego pogłębił się do -3087 mln EUR wobec -1168 mln EUR w lipcu. Roczne skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących kontynuowało swój trend spadkowy i w efekcie obniżyło się do -0,9% PKB.
- Saldo obrotów towarowych uległo pogorszeniu w stosunku do lipca, skutkując deficytem w wysokości 2147 mln EUR. Choć okres wakacyjny przyczynił się do obniżenia wartości obydwu składowych wymiany handlowej, w sierpniu eksport oraz import obniżyły się w porównaniu z ubiegłym rokiem odpowiednio o 1,4% i 1,2%.
- Według komentarza NBP, do zmniejszenia eksportu w największym stopniu przyczynił się spadek sprzedaży części środków transportu, co w połączeniu z kryzysem branży motoryzacyjnej w Niemczech może być zapowiedzią dalszych problemów dla polskich eksporterów. Z kolei import, wciąż ograniczany niższymi cenami ropy, odnotował wzrosty w segmencie środków transportu oraz towarów konsumpcyjnych (odzież, obuwie, konsole do gier), potwierdzając silny popyt krajowy.
- Ostatnie miesiące przyniosły stabilizację w dynamikach eksportu i importu, która utrzymała się również w sierpniu. Trend ten znajduje również odzwierciedlenie w przypadku skumulowanego salda bilansu handlowego, które od pięciu miesięcy oscyluje w granicy -13 mld EUR.

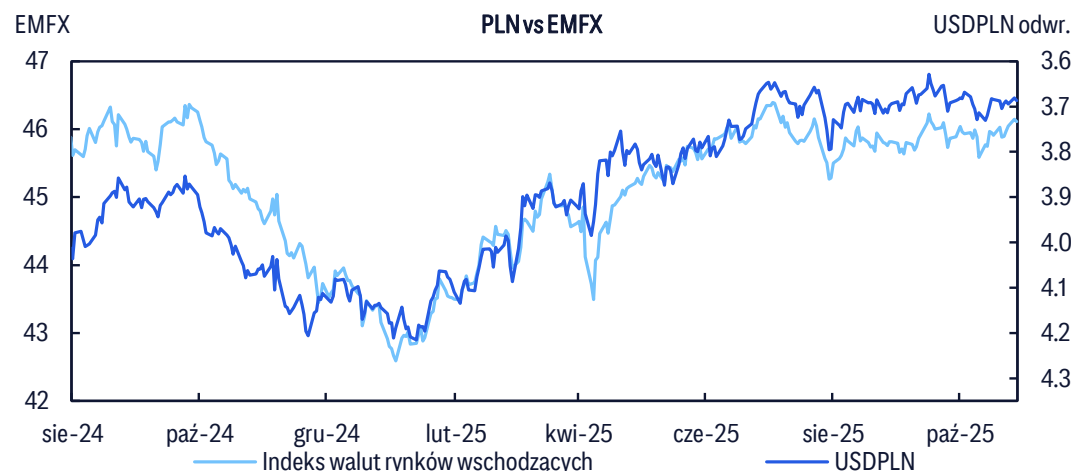
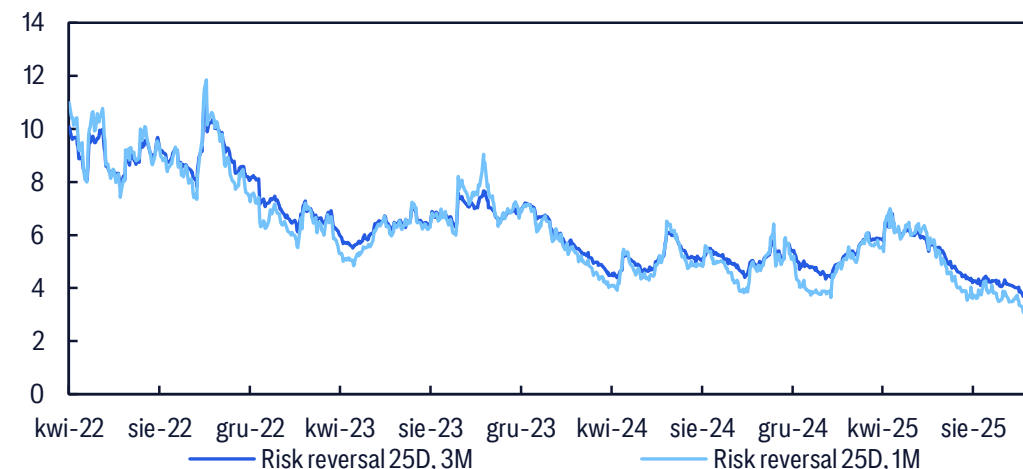


Rynek walutowy

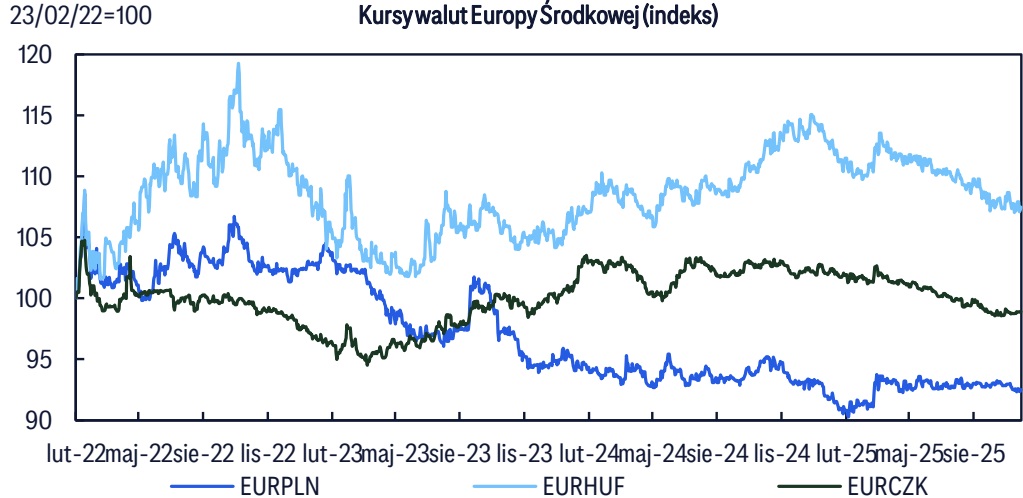
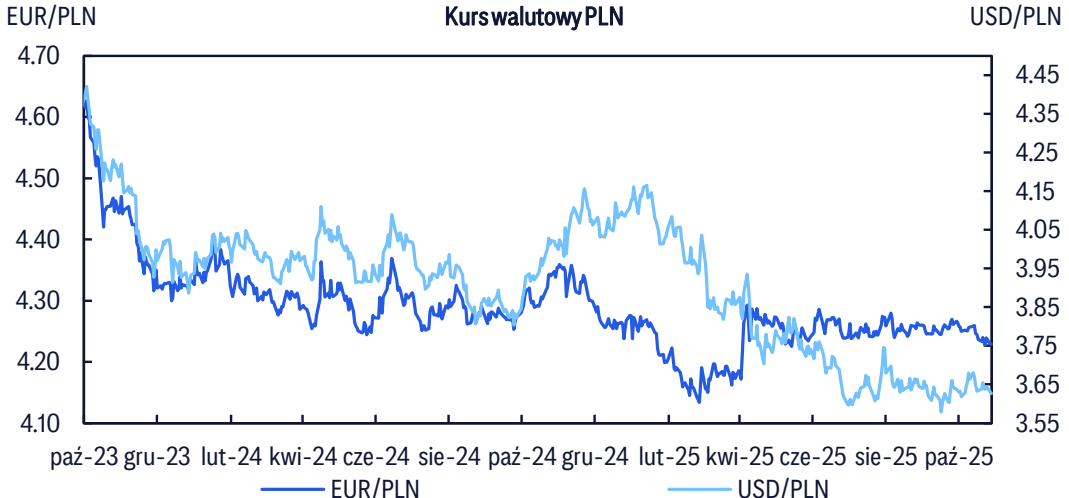
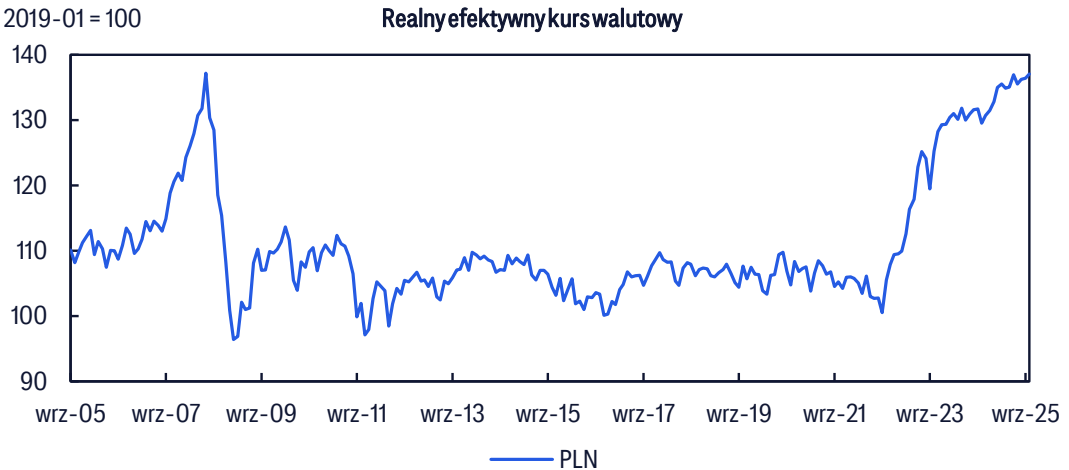
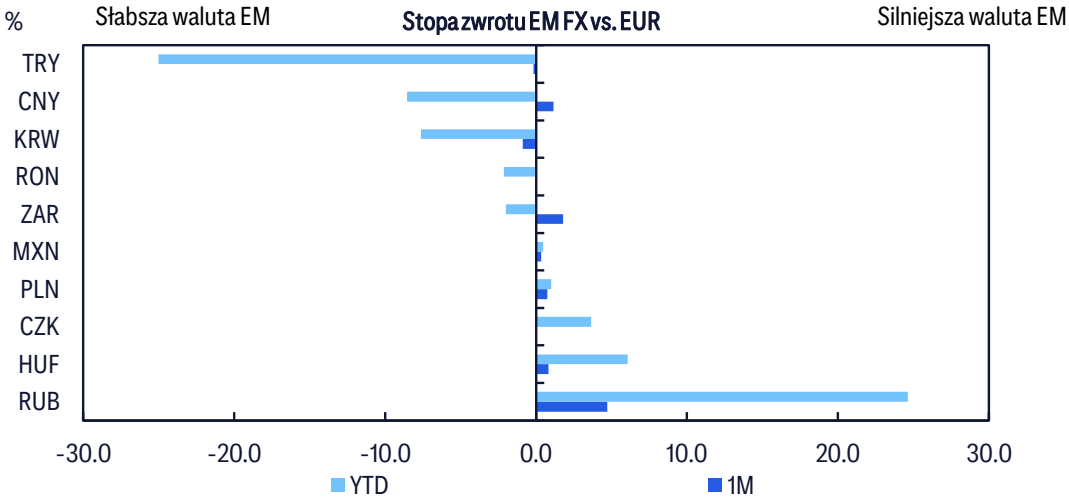
Mocny złoty w październiku

- W ostatnich miesiącach złoty pozostawał stabilny w relacji do euro, a kurs EUR/PLN notowany był blisko poziomu 4,25. W październiku kurs obniżył się jednak poniżej poziomu 4,23.
- Lokalne czynniki fundamentalne nie zmieniły się istotnie na korzyść złotego, a co więcej obniżka stóp procentowych w październiku oraz wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących mogłyby stanowić podstawę do osłabienia polskiej waluty.
- Notowania złotego (wobec dolara) pozostają w ostatnim czasie mocno skorelowane ze zmianami szerokiego indeksu walut rynków wschodzących (EMFX). Ostatnie tygodnie przyniosły poprawę nastawienia inwestorów wobec aktywów bardziej ryzykownych. Na nastroje inwestycyjne w dużym stopniu wpływają oczekiwania wobec działań w globalnej polityce handlowej i stan relacji między USA oraz Chinami. Ograniczenie ryzyka eskalacji nieporozumień handlowych wsparło notowania walut rynków wschodzących. Ponadto oczekiwania na łagodzenie polityki pieniężnej w USA również zwiększały apetyt na ryzyko na rynkach finansowych.
- W krótkim terminie oczekujemy, że kurs EUR/PLN będzie pozostawał zbliżony do poziomu 4,25, jednak w perspektywie powyżej 6-miesięcy widzimy pole do wzrostu kursu w stronę poziomu 4,30. Zakładamy, że w okolicach połowy przyszłego roku zarówno RPP jak i Fed zakończą procesy obniżek stóp procentowych. Naszym zdaniem kurs EUR/USD mógł już wyznaczyć swój lokalny szczyt, a stopniowe umocnienie dolara wpływałoby na osłabienie notowań walut rynków wschodzących.

Implikowana zmienność EUR/PLN



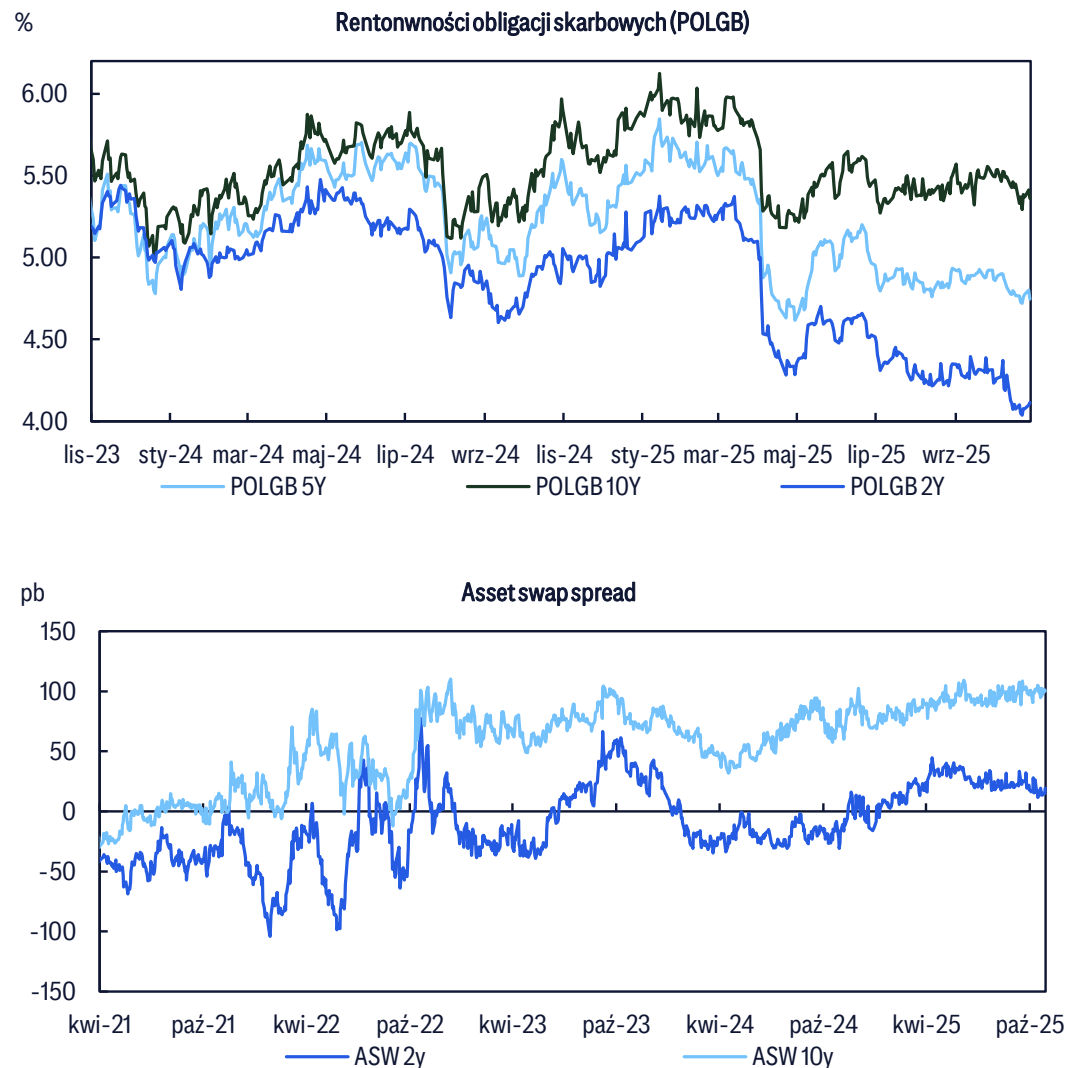
Rynek walutowy



Rynek długu

Dalszy spadek rentowności obligacji

- W październiku rentowności polskich obligacji skarbowych obniżyły się w relacji do września i na całej długości krzywej spadki przekraczały 10 pb.
- Wśród czynników, które kierowały przesunięciem polskiej krzywej dochodowości w dół należy wspomnieć październikową obniżkę stóp procentowych przez RPP. Krzywa FRA przesunęła się w skali ostatniego miesiąca w dół na najbliższe ~6 miesięcy, jednak wciąż docelowa stopa za 12-miesięcy widziana jest w okolicach 3,75%.
- Notowania polskich obligacji reagował również na dostosowanie stóp na rynkach zagranicznych. W USA rentowność obligacji 10-letnich obniżyła się o ponad 15 pb w związku ze wzrostem przekonania rynku co do trajektorii stop procentowych Fed. W związku z tym, spread polskich papierów skarbowych nad amerykańskimi nie uległ istotnej zmianie.
- Na podwyższonych poziomach utrzymuje się asset swap spread w sektorze 10-letnim, wskazujący na różnicę oprocentowania polskich obligacji skarbowych i kontraktów swap opartych o stawkę WIBOR. Napięta sytuacja fiskalna, która znalazła swoje odzwierciedlenie w obniżeniu perspektyw ratingu przez dwie z trzech największych agencji ratingowych oraz wysoki poziom potrzeb pożyczkowych skarbu państwa wpływają na podwyższoną premię za ryzyko.
- Nasza prognoza nie zakłada dużych zmian rentowności polskich obligacji do końca tego roku. Oczekujemy, że na koniec roku rentowność papierów 2-letnich wyniesie 4,15%, 5-letnich – 4,70% oraz 10-letnich – 5,30%.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2024				2025								
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-0.5	4.7	-1.3	0.3	-0.9	-1.8	2.5	1.3	4.0	-0.4	3.0	0.7	7.4
Produkcja przemysłowa (% m/m)	8.8	9.8	-5.4	-8.0	2.3	-0.3	8.5	-3.1	-1.9	-1.3	0.4	-7.1	16.1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-0.4	4.9	-1.7	-0.2	-0.6	-2.1	2.9	1.8	4.3	0.1	3.5	1.1	8.2
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-9.0	-9.6	-9.3	-8.0	4.2	-0.1	-1.0	-4.2	-2.9	2.1	0.7	-7.0	0.2
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	-3.0	1.3	3.1	1.9	4.9	-0.5	-0.3	7.6	4.4	2.2	4.8	3.1	6.4
Stopa bezrobocia (%)	5.0	4.9	5.0	5.1	5.4	5.4	5.3	5.2	5.0	5.2	5.4	5.5	5.6
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.5	-0.6	-0.5	-0.6	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.9	-0.8	-0.8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	4.9	5.0	4.7	4.7	4.9	4.9	4.9	4.3	4.0	4.1	3.1	2.9	2.9
Inflacja (% m/m)	0.1	0.3	0.5	0.0	1.0	0.3	0.2	0.4	-0.2	0.1	0.3	0.0	0.0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-6.2	-5.1	-3.8	-2.7	-1.0	-1.3	-1.0	-1.6	-1.5	-1.5	-1.3	-1.3	-1.2
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.3	0.5	0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	0.5	-0.2	-0.5	-0.2
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	10.3	10.2	10.5	9.8	9.2	7.9	7.7	9.3	8.4	9.0	7.6	7.1	7.5
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-810	918	-281	-1427	-35	115	-1136	-424	-1004	-194	-1168	-3087	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-553	-333	-930	-1993	-868	-620	-1551	-1321	-1428	75	-1059	-2147	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	28434	30715	29082	24939	28220	27949	29909	28414	28388	28205	28401	24991	-
Eksport (% r/r)	1.9	2.9	-2.3	0.7	2.7	1.2	3.9	-1.2	4.9	2.7	3.0	-1.4	-
Import f.o.b. (mln EUR)	28987	31048	30012	26932	29088	28569	31460	29735	29816	28130	29460	27138	-
Import (% r/r)	6.1	6.5	-0.4	3.9	10.4	4.0	10.5	6.3	6.1	0.6	2.6	-1.2	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2024				2025								
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6.5	7.8	8.7	9.3	9.4	9.1	10.3	10.4	10.3	10.5	10.8	11.1	11.1
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	8.7	10.1	10.4	10.3	10.1	10.3	10.1	9.8	10.1	9.3	9.5	9.7	9.2
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	-1.7	0.6	2.1	3.9	5.4	3.6	5.9	7.2	5.9	11.9	12.1	11.8	12.2
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	1.4	3.1	3.4	2.7	2.3	2.2	2.8	3.0	3.1	2.6	2.8	2.7	3.1
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	1.9	3.4	5.8	5.3	5.2	5.0	3.0	4.2	5.6	7.7	8.8	9.1	8.6
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	5.25	5.00	5.00	4.75
WIBOR 3M (średnio)	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.77	5.75	5.48	5.16	5.12	4.92	4.78	4.65
WIBOR 3M (koniec okresu)	5.75	5.75	5.75	5.75	5.76	5.76	5.74	5.31	5.12	5.13	4.83	4.72	4.62
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	5.90	5.98	6.17	5.73	5.67	5.55	5.43	4.38	4.63	4.76	4.47	4.36	4.31
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.68	4.82	4.95	5.13	5.17	5.18	5.10	4.38	4.72	4.56	4.26	4.24	4.31
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	4.94	5.50	5.38	5.58	5.59	5.55	5.36	4.70	5.07	4.91	4.75	4.74	4.82
EUR/PLN (koniec okresu)	4.28	4.35	4.30	4.27	4.21	4.16	4.18	4.28	4.25	4.24	4.27	4.27	4.27
USD/PLN (koniec okresu)	3.82	4.01	4.08	4.10	4.06	4.00	3.86	3.76	3.75	3.62	3.73	3.66	3.63
EUR/USD (koniec okresu)	1.12	1.09	1.06	1.04	1.04	1.04	1.08	1.14	1.13	1.17	1.14	1.17	1.17
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	107.3	129.8	141.8	210.9	3.2	36.3	76.3	91.4	108.3	119.7	156.7	172.0	201.4
Def. budżetowy skum. (% planu)*	45%	54%	59%	88%	1%	13%	26%	32%	38%	41%	54%	60%	70%

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	1056	1078
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3892	4149
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24378	28224	28820
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	5.4	5.3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.5	3.6
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	5.0	4.1
Konsumpcja (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.6	3.5
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.8	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	3.9	5.6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.8	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.2	5.7
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	3.75
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.51	3.88
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.30	4.70
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.65	3.88
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.69	3.85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.26	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.29

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.4	-1.3	-2.2	1.8	0.0	-1.3	-2.3
Saldo handlu zagranicznego	-4.9	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.9	-19.2	-31.0
Eksport	246.6	251.3	311.7	341.9	363.0	360.0	390.5	388.4
Import	251.5	243.4	320.7	365.1	357.8	366.9	409.7	419.3
Saldo usług	26.8	26.0	31.2	37.9	42.7	43.5	47.3	49.2
Saldo dochodów pierwotnych	-24.9	-22.4	-30.3	-27.4	-31.0	-33.0	-37.4	-38.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.9	-6.5
Saldo pierwotne sektora	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-4.3	-3.6
Dług publiczny (Polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.9	53.8

Prognozy długoterminowe

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.3	0.2	3.0	3.5	3.6	3.2	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3	2.6	2.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.2	1.8	0.0	-1.3	-2.3	-2.6	-2.4
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	6.75	5.75	5.75	4.50	3.75	3.75	3.75
USD/PLN (Koniec okresu)	4.39	3.94	4.13	3.65	3.88	3.85	3.89
USD/PLN (Średnia)	4.45	4.20	3.98	3.69	3.85	3.85	3.87
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.35	4.27	4.26	4.29	4.30	4.31
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.54	4.31	4.24	4.29	4.30	4.31

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