

Citi Monthly

Wolniejsze obniżki, wyższy deficyt?

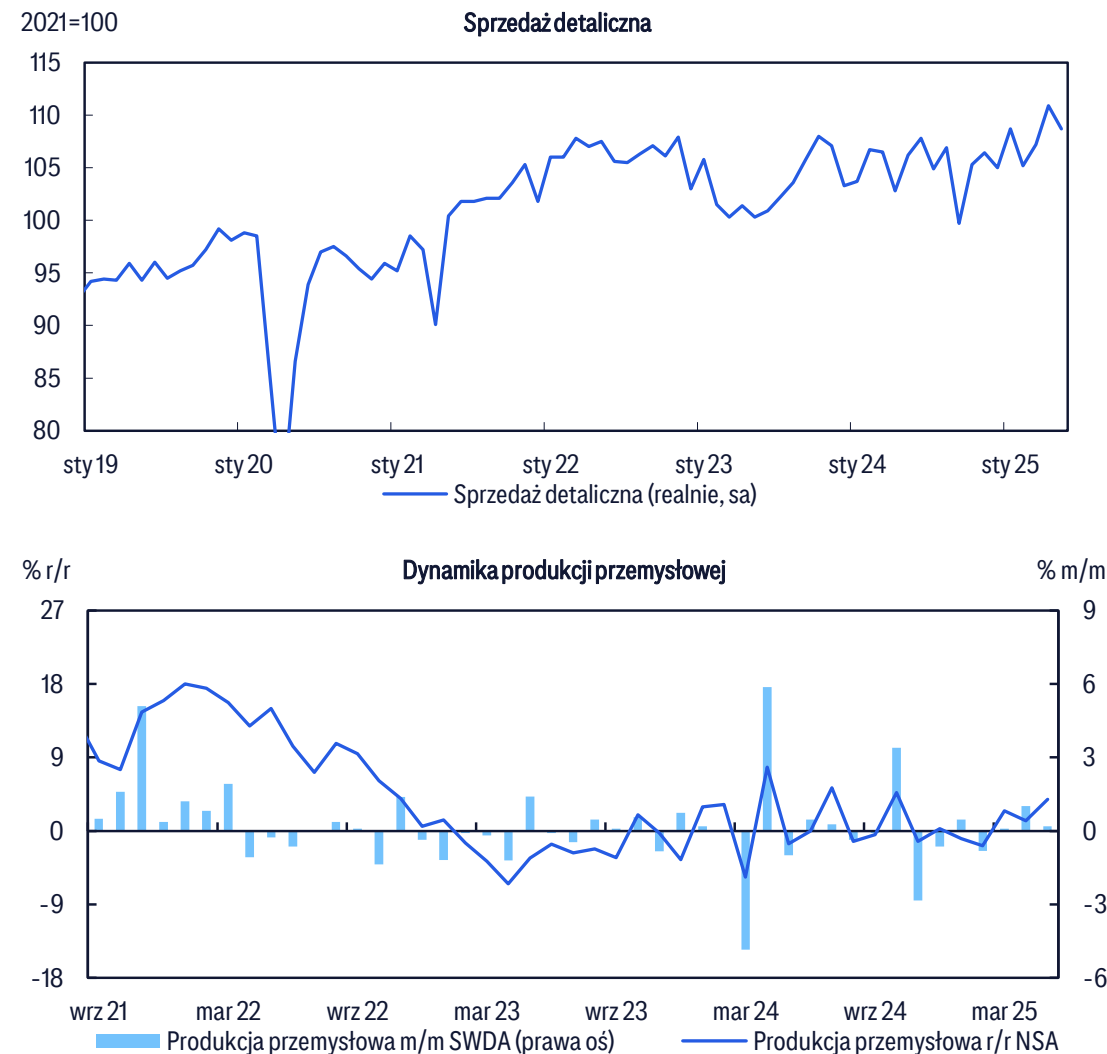
Podsumowanie

- Dane o aktywności ekonomicznej w maju są spójne z dalszym stopniowym ożywieniem gospodarczym, choć trudno je uznać za spektakularne. Szacujemy, że w II kwartale wzrost PKB mógł wynieść około 3,5%, przy czym konsumpcja zapewne pozostała głównym motorem wzrostu. Z uwagą będziemy spoglądać na odczyty produkcji przemysłowej w kolejnych miesiącach aby ocenić czy amerykańskie cła odbijają się w sposób istotny na aktywności polskich eksporterów.
- Na razie nie znamy szczegółów przyszłorocznego budżetu i będziemy musieli na nie poczekać przynajmniej do sierpnia. Wydaje się jednak, że po wyborach prezydenckich spadły szanse na istotne zacieśnienie polityki fiskalnej. Oczekujemy, że w tym roku deficyt fiskalny pozostanie powyżej 6% PKB, a w przyszłym roku będzie w granicach 5,5-6,0%.
- Na rynku pracy sytuacja ulega stopniowej normalizacji. Stopa bezrobocia pozostaje na niskim poziomie, podczas gdy tempo wzrostu płac stopniowo spada w ślad za poprawiającymi się oczekiwaniami inflacyjnymi.
- Inflacja obniżyła się w maju do poziomu 4% i oczekujemy, że po chwilowej relatywnej stabilizacji w czerwcu, już wkrótce ponownie spadnie ona poniżej 3%. W porównaniu z oczekiwaniami z początku roku perspektywy inflacji uległy istotnej poprawie i obecnie osiągnięcie celu inflacyjnego wydaje się w zasięgu RPP.
- Mimo niższej inflacji Rada Polityki Pieniężnej preferuje bardzo ostrożne podejście. W tym roku spodziewamy się jeszcze obniżek łącznie o 50 pb, a w przyszłym roku stopa referencyjna może spaść do około 4,25%, choć ryzyka widzimy po stronie nieco głębszych (ale za to bardzo stopniowych) obniżek.

Aktywność ekonomiczna

Sprzedaż z normalizacją, produkcja bez odbicia

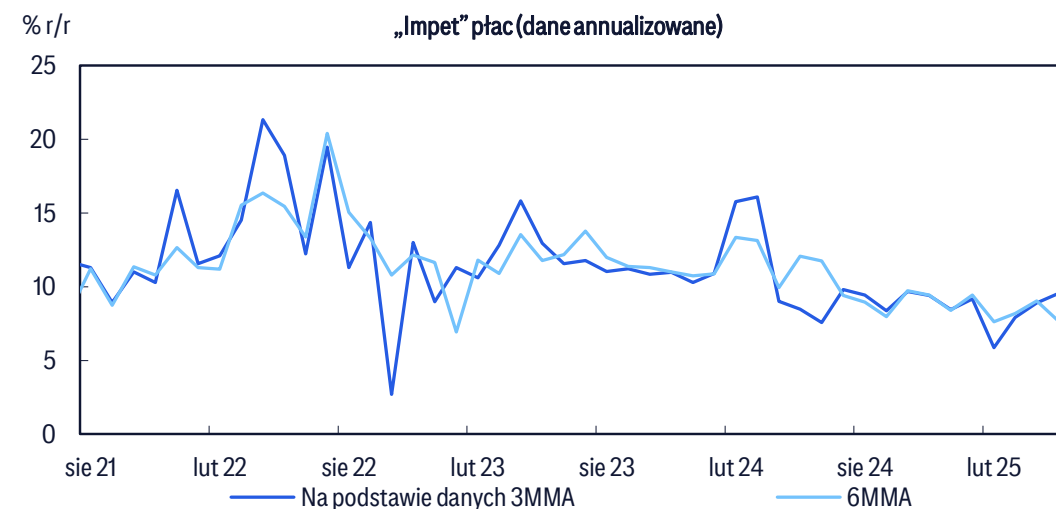
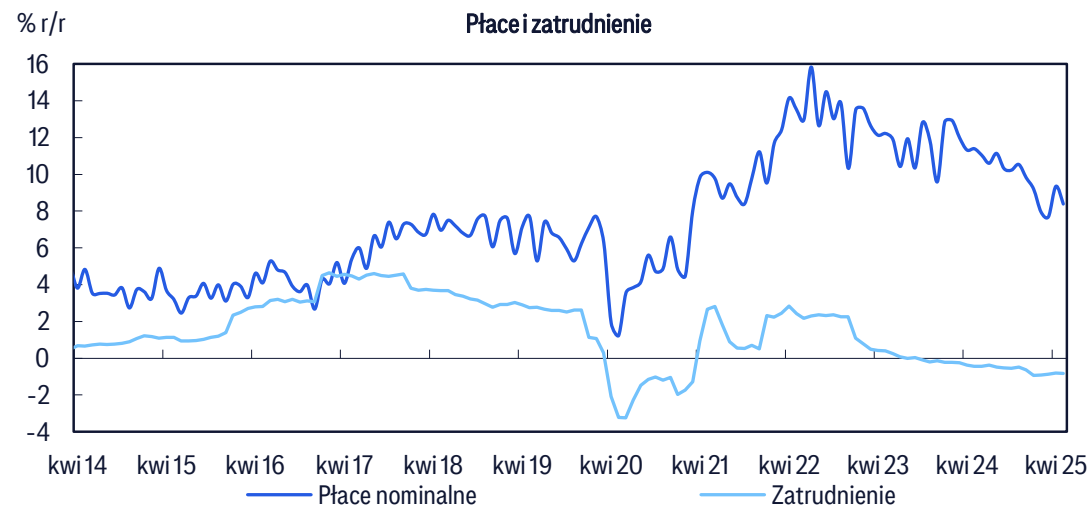
- Majowe dane z polskiej gospodarki nie były przełomowe. Sprzedaż detaliczna ustabilizowała się po serii nieregularnych odczytów, podczas gdy produkcja przemysłowa nie odnotowała tak dużej poprawy jak oczekiwano.
- Sprzedaż detaliczna w maju zwiększyła się o 4,4% r/r, po wzroście o 7,6% r/r w kwietniu. Pomimo spowolnienia odczyt zaskoczył nas lekko pozytywnie, z tempem wzrostu powyżej dwunastomiesięcznej średniej na poziomie ok. 2,6%. Po uwzględnieniu czynników sezonowych, sprzedaż w maju zwiększyła się o 2,9% r/r. W sumie dane te wskazują, że popyt konsumpcyjny najprawdopodobniej pozostaje głównym motorem wzrostu gospodarczego w Polsce.
- Produkcja przemysłowa zwiększyła się w maju o 3,9% r/r wobec 1,2% r/r w kwietniu i okazała się niższa od oczekiwań rynkowych na poziomie 4,3% r/r. Niemniej, w odsezonowanym i miesięcznym ujęciu produkcja wzrosła o zaledwie 0,2%, odzwierciedlając nadal słabą aktywność w sektorze.
- Choć dostępne dane z drugiego kwartału nie są do końca jednoznaczne, naszym zdaniem wciąż przemawiają za ożywieniem aktywności gospodarczej. W drugim kwartale spodziewamy się wzrostu PKB na poziomie 3,5% r/r w porównaniu do 3,2% r/r kwartał wcześniej.



Rynek pracy

Powoli w dół

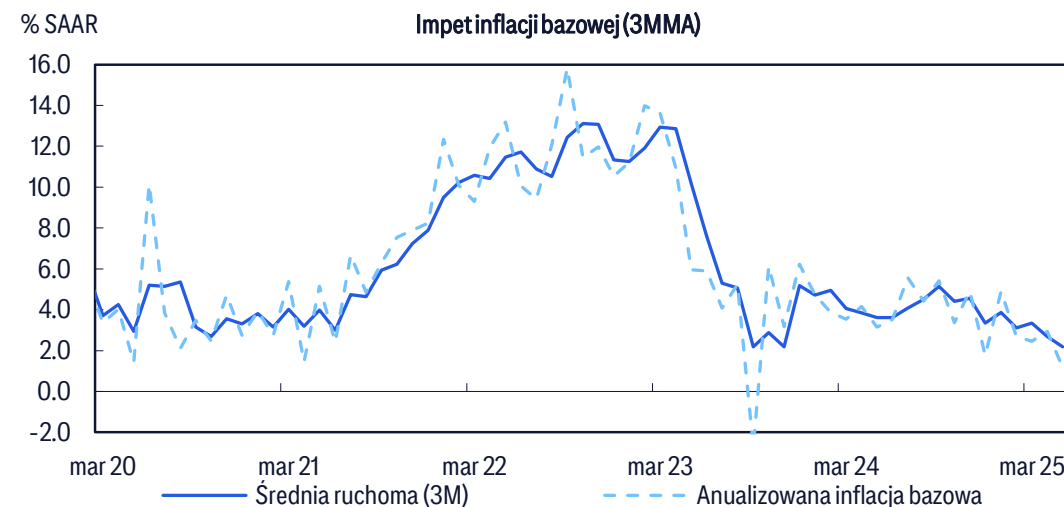
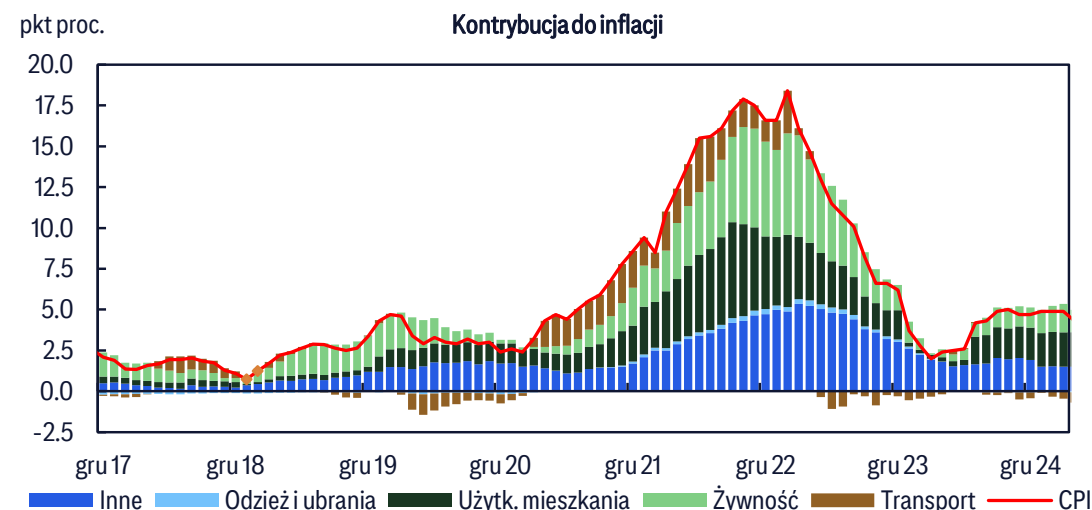
- W maju przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się o 8,4% r/r wobec 9,3% r/r w kwietniu. Odczyt okazał się nieco niższy od oczekiwań rynkowych na poziomie 8,8% r/r.
- W miesięcznym i odsezonowanym ujęciu płace zwiększyły się o 0,5%, natomiast impet płac (trzymiesięczna średnia) ukształtował się na poziomie 9,5%.
- Sektorami, w których odnotowano tempo wzrostu płac powyżej 8,4% r/r były: informacja i komunikacja, administrowanie i działalność wspierająca, transport i gospodarka magazynowa oraz przemysł.
- W maju zatrudnienie utrzymało tempo z kwietnia i obniżyło się o 0,8% r/r. W rozbiciu na sektory, zatrudnienie zmniejszyło się w handlu (-2,1%), administrowaniu i działalności wspierającej (-0,7%), przemyśle (-0,6%) i budownictwie (-0,5%). Stopa bezrobocia rejestrowanego kontynuowała trend spadkowy i obniżyła się w maju do 5% z 5,2% miesiąc wcześniej.
- Choć rynek pracy wykazuje oznaki schłodzenia, proces ten postępuje znacznie wolniej niż oczekiwano na początku roku. Naszym zdaniem obserwowane zmiany są bardziej konsekwencją niższej inflacji i związanych z nią oczekiwań cenowych niż rzeczywistego osłabionego popytu na pracę.



Inflacja

Już wkrótce w granicach celu

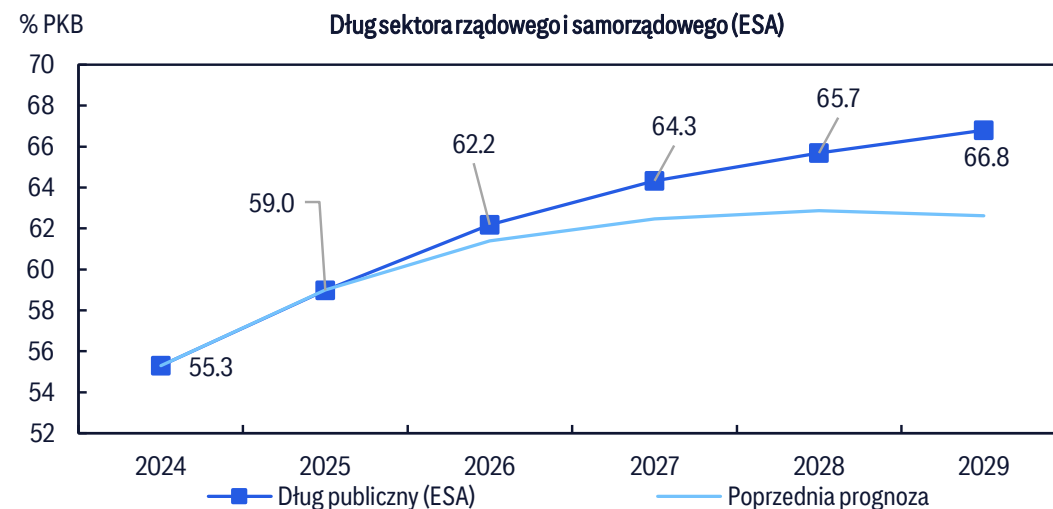
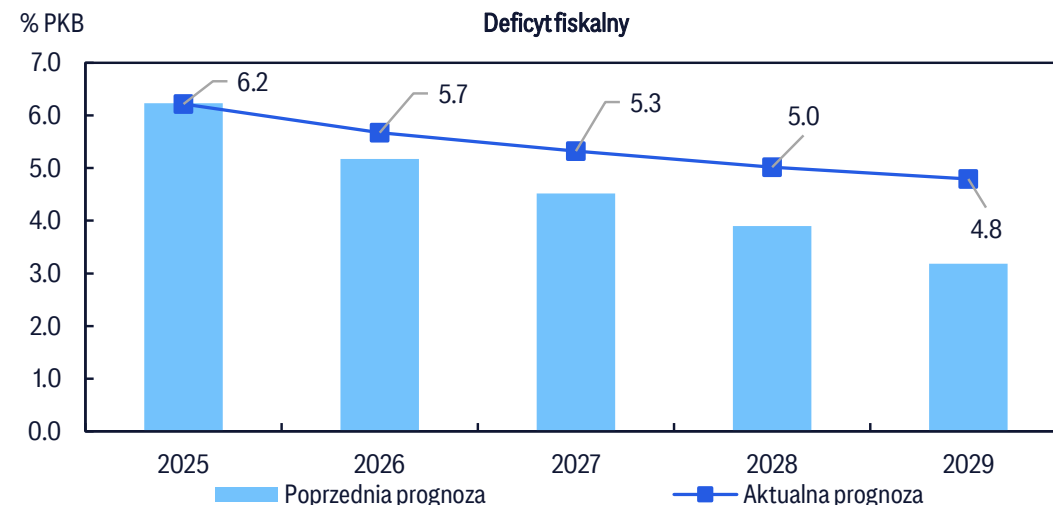
- W maju inflacja spadła do 4% z 4,3% r/r odnotowanych w kwietniu. W ujęciu miesięcznym ceny żywności, a więc komponent o największej wadze w indeksie CPI, wzrosły o 0,4%, tj. w tempie spójnym z tradycyjnym wzorcem sezonowym.
- Dane z ostatnich miesięcy wskazują na wyraźne osłabienie presji cenowej w polskiej gospodarce. W przypadku inflacji bazowej, która wyklucza wpływ cen żywności, paliw oraz energii, ceny rosły w ciągu ostatnich trzech miesięcy w tempie niższym niż 0,2% m/m (już po oczyszczeniu z efektów sezonowych). Gdyby takie tempo miało się utrzymać w kolejnych miesiącach, oznaczałoby to roczną inflację bazową na poziomie zaledwie 2,2%.
- W kolejnych miesiącach inflacja może kontynuować swój trend spadkowy. Co prawda wzrost cen ropy naftowej w wyniku eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie przyczynił się do przejściowych podwyżek cen paliw, jednak efekt ten szybko wygasł. Na razie nie jest jasne jakie będą tego średnioterminowe konsekwencje, ale przypuszczamy, że ścieżka cen paliw może być ostatecznie tylko nieco wyższa niż zakładaliśmy w dotychczasowej prognozie. W sumie jednak spodziewamy się, że wskaźnik CPI może spaść do około 3% już w lipcu, a w całym drugim półroczu pozostanie średnio poniżej tego poziomu.
- W praktyce oznacza to, że w najbliższych miesiącach inflacja zapewne będzie kształtować się w granicach przedziału dopuszczalnych wahań wokół celu RPP (2,5% +/-1 pp).



Polityka fiskalna

Długa droga do budżetowej równowagi

- Po tym jak deficyt fiskalny osiągnął w 2024 roku poziom 6,6% PKB, w tym roku wciąż może on utrzymywać się powyżej 6%. Biorąc pod uwagę trwające ożywienie gospodarcze i spodziewany dynamiczny wzrost PKB (3,7% w całym roku) wynik ten oznaczałby utrzymanie bardzo luźnej polityki fiskalnej.
- Dotychczasowe plany rządowe zakładały zacieśnienie fiskalne o około 1 punkt procentowy rocznie począwszy od przyszłego roku. Niemniej powyższa trajektoria redukcji deficytu wydaje się obecnie stać pod dużym znakiem zapytania.
- Po pierwsze, Polska postanowiła skorzystać z tzw. klauzuli wyjścia, która pozwala na prowadzenie luźniejszej niż planowano polityki budżetowej aby sfinansować większe wydatki zbrojeniowe. Po drugie, powyborcza sytuacja polityczna może nie sprzyjać istotnym podwyżkom podatków lub cięciom wydatków. Wskazuje na to choćby fakt, że podczas kampanii wyborczej dwaj wiodący kandydaci na prezydenta sygnalizowali swój sprzeciw wobec pomysłu zwiększania podatków.
- Biorąc to pod uwagę, spodziewamy się, że ścieżka redukcji deficytu w kolejnych latach będzie zdecydowanie wolniejsza niż dotychczas zakładano. W przyszłym roku deficyt fiskalny wciąż może pozostawać w granicach 5,5-6% PKB, co w praktyce wypchnęłoby dług sektora rządowego i samorządowego powyżej limitu 60% PKB. Co więcej, biorąc pod uwagę przypadające na 2027 rok wybory parlamentarne trudno realistycznie zakładać zacieśnienie fiskalne przed 2028 rokiem.

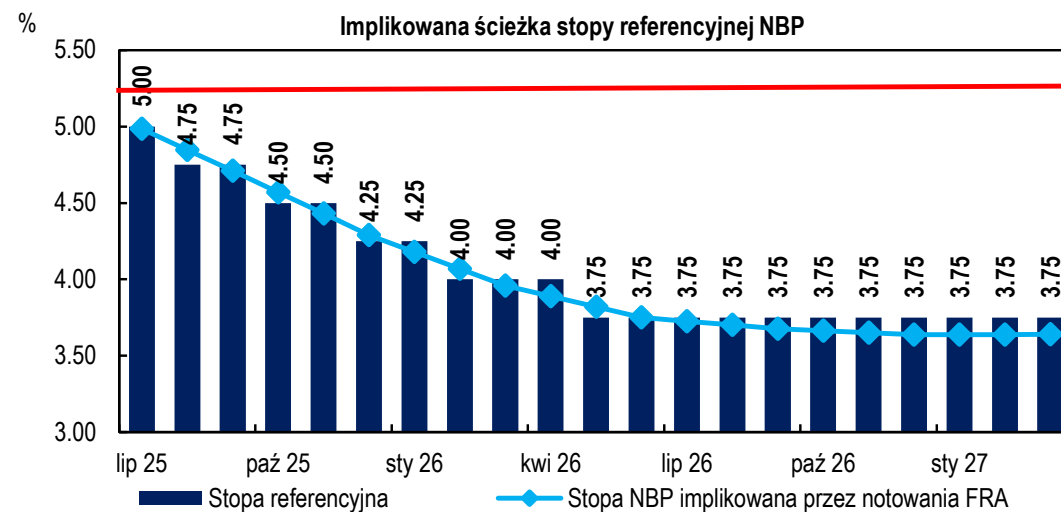
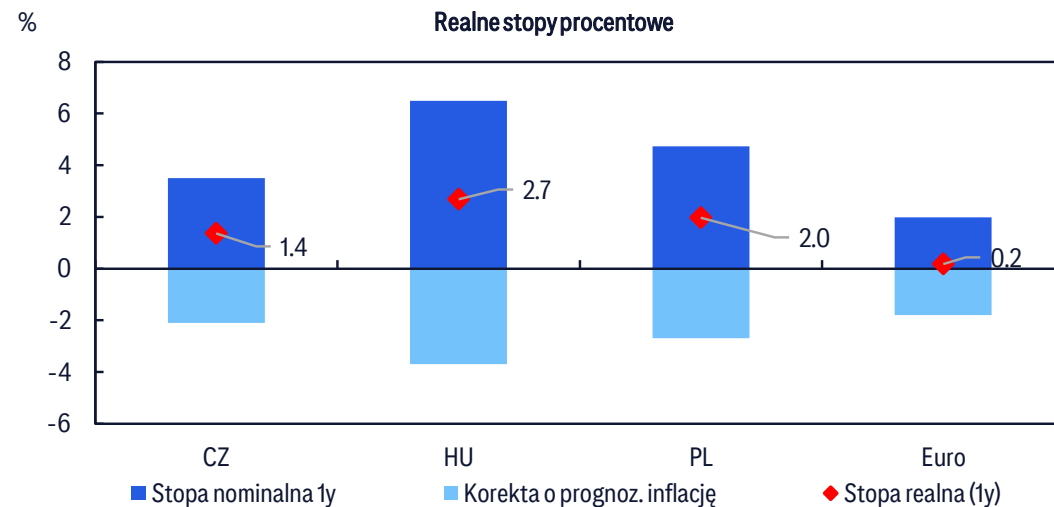


Źródło: Eurostat, szacunki Citi Handlowy

Polityka pieniężna

Jastrzębie powracają

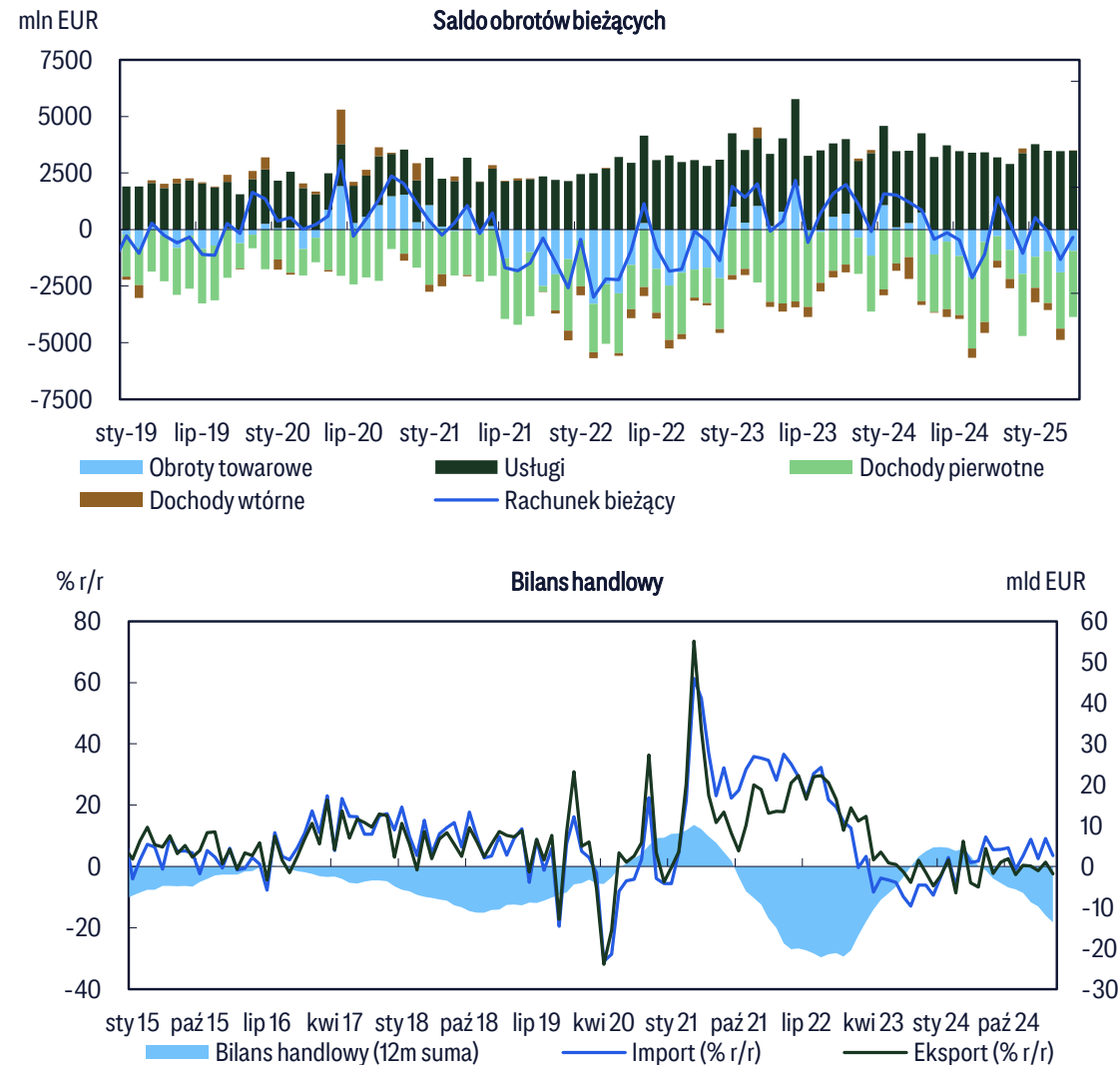
- W czerwcu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna 5,25%) i jednocześnie przewodniczący RPP wyraźnie zaostrożył swój ton. O ile w kwietniu i maju droga do obniżek wydawała się szeroko otwarta, o tyle obecnie władze monetarne skłaniają się do zdecydowanie bardziej ostrożnego podejścia.
- W przeszłości RPP bardzo gołąbko interpretowała cel inflacyjny i swoimi decyzjami próbowała stabilizować inflację w pobliżu górnej granicy celu. Na takie podejście wskazywał fakt obniżania stóp w 2023 roku nawet gdy prognozy inflacji pokazywały CPI na poziomie około 3,5%. Obecnie RPP wydaje się podchodzić do celu inflacyjnego zdecydowanie bardziej jastrzębio, co może sugerować preferencję obniżenia inflacji nawet poniżej środka celu NBP.
- Biorąc pod uwagę zmianę w retoryce RPP oraz prawdopodobnie znacznie wolniejsze tempo zacieśnienia fiskalnego, w pierwszej połowie czerwca zrewidowaliśmy nasz scenariusz stóp procentowych. Obecnie spodziewamy się jeszcze dwóch cięć stóp procentowych w 2025 roku (po 25pb każde) oraz kolejnych dwóch cięć w 2026 roku. W sumie oznaczałoby to spadek stopy banku centralnego do poziomu 4,25%, podczas gdy scenariusz w maju zakładał spadek do 3,5%.
- Warunki makroekonomiczne wydają się uzasadniać nawet głębsze cięcia i dlatego ryzyko dla naszej prognozy widzimy po stronie większych obniżek. Niemniej nawet jeżeli do nich dojdzie, to będą one zapewne rozciągnięte w czasie.



Bilans płatniczy

Kolejny deficyt

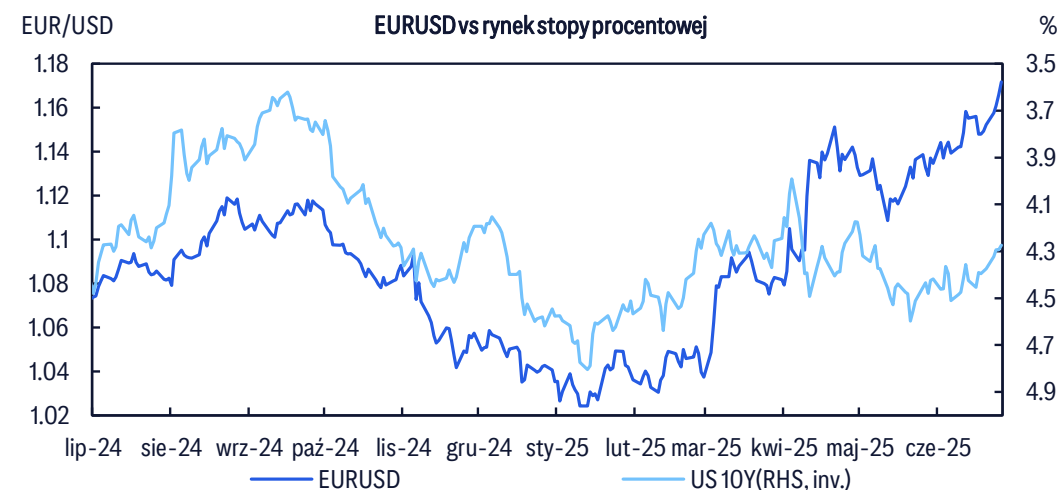
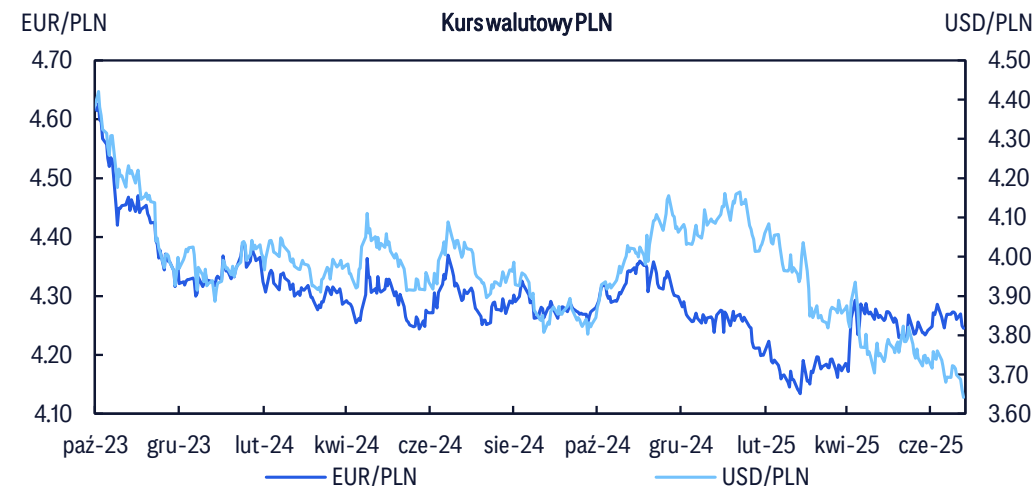
- W kwietniu deficyt na rachunku bieżącym zawężił się do 374 mln EUR z 1419 mln EUR w marcu. Roczne skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących od lutego pozostaje ujemne i w kwietniu obniżyło się do -0,6% PKB.
- Dysproporcja między eksportem i importem utrzymała się w kwietniu i w konsekwencji saldo na rachunku obrotów towarowych wyniosło -941 mln EUR. Wartość eksportu w ujęciu rocznym zmniejszyła się o 2,4%, natomiast importu wzrosła o 3,5%.
- Eksport odnotował spadki w większości głównych kategorii, z największym negatywnym wpływem towarów zaopatrzeniowych oraz dóbr inwestycyjnych. W imporcie największy dodatni wpływ miał import towarów konsumpcyjnych. Niemniej, negatywnie na wartość importu wpłynął spadek cen ropy naftowej w kwietniu.
- Według komentarza NBP, wzrost importu odzwierciedlił ożywienie w polskiej gospodarce, podczas gdy nad eksportem ciążyła niekorzystna sytuacja w europejskiej branży motoryzacyjnej oraz zwiększająca się konkurencja na rynkach Unii Europejskiej.



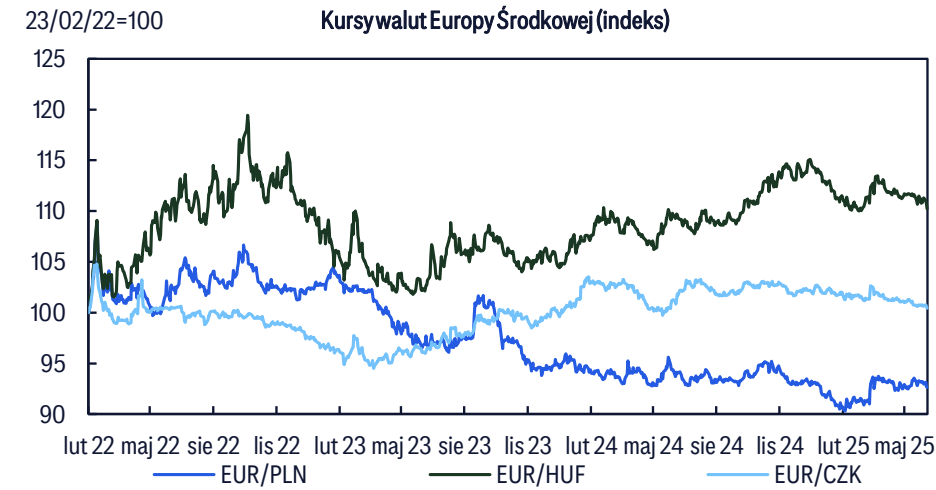
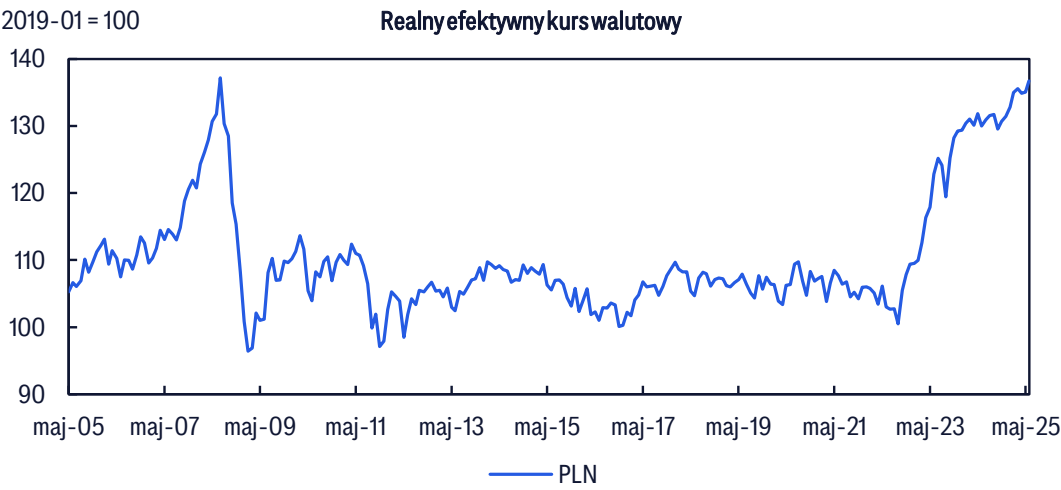
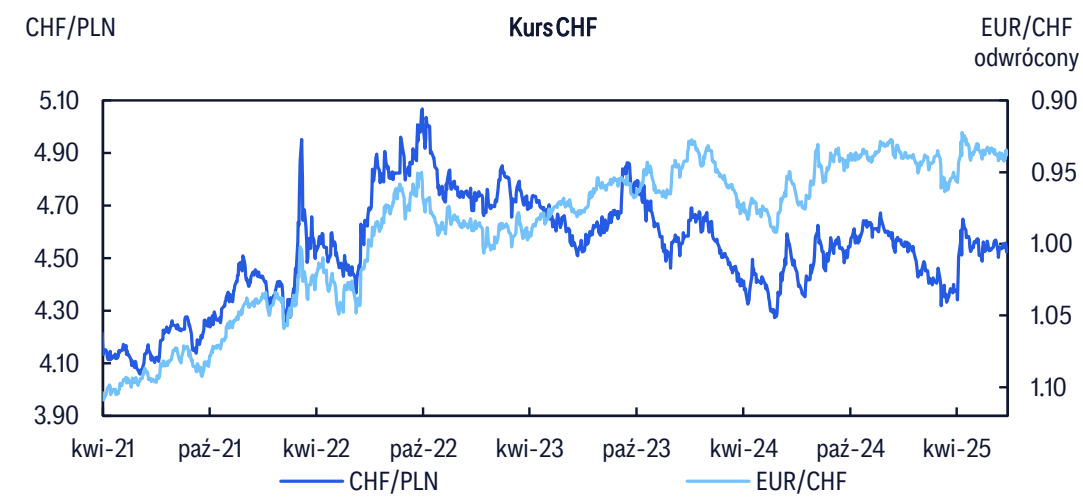
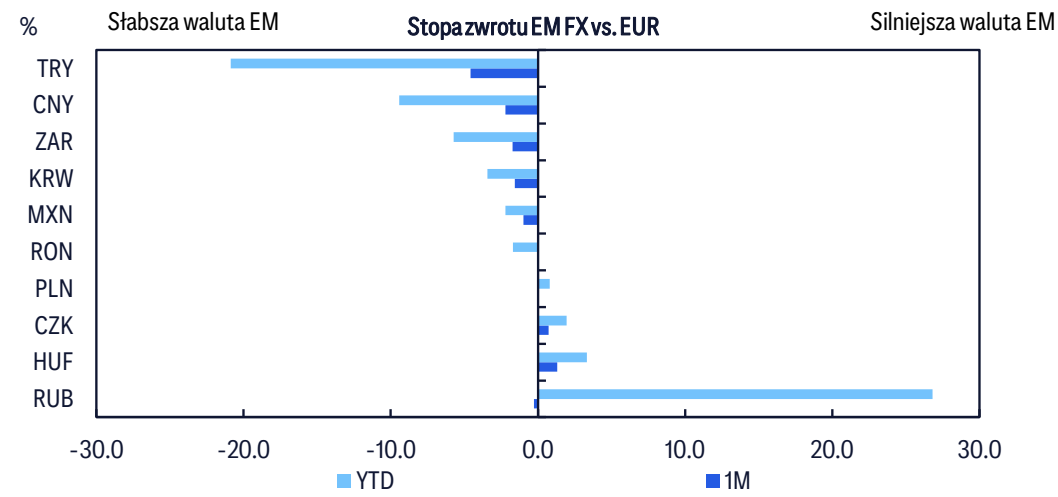
Rynek walutowy

Złoty relatywnie stabilny

- W ostatnim miesiącu notowania złotego w dużym stopniu motywowane były zmianami na głównych parach walutowych. Kurs EUR/PLN wzrósł po wzroście w okolice poziomu 4,29, wrócił do poziomów z końca maja przy 4,24, natomiast para USD/PLN obniżyła się o 12 groszy w okolice poziomu 3,62.
- Zmiany kursu złotego to pokłosie wzrostu pary EUR/USD powyżej poziomu 1,17, wobec zamknięcia w maju na poziomie 1,13. Pomimo krótkotrwałego wzrostu awersji wobec ryzyka w związku z nasileniem się napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie, nie obserwowaliśmy tradycyjnego zwiększonego popytu na amerykańskiego dolara. Słabsze notowania dolara związane są z obawą o pogorszenie sytuacji gospodarczej w kolejnych miesiącach oraz potencjalną skalą obniżek stóp procentowych przez Fed, która może okazać się większa niż jeszcze niedawno oczekiwano. Z drugiej strony, EBC przedstawił na ostatnim posiedzeniu bardziej ostrożne stanowisko, wskazujące, że cykl obniżek stóp procentowych w strefie euro dobiega końca.
- Druga połowa roku przyniesie naszym zdaniem aprecjację złotego. Stanowisko RPP jest bardziej jastrzębie niż można było oczekiwać przed majową obniżką, a widzimy pole do „wymazania” części z wycenianych obniżek stóp z krzywej FRA. W perspektywie 3-miesięcy pole do spadku pary EUR/PLN może być ograniczane przez obawy dotyczące zmienności cen ropy, jednak do końca roku zakładamy możliwość zejścia notowań w okolice poziomu 4,23. Wśród głównych ryzyk dla naszego scenariusza widzimy ewentualne spowolnienie tempa napływu środków unijnych oraz dalsze pogorszeniu stanu finansów publicznych.



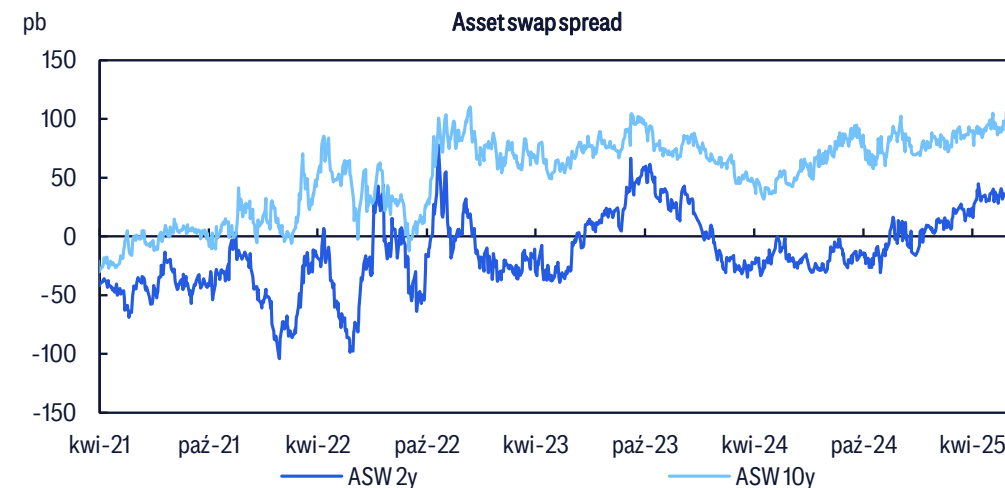
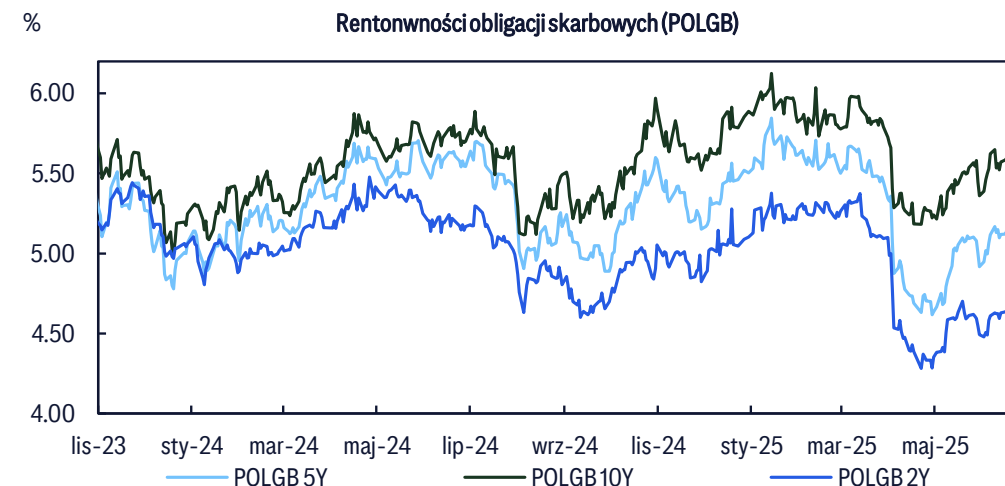
Rynek walutowy



Rynek długu

Rentowności lekko w górę

- W czerwcu rentowności polskich obligacji skarbowych nieznacznie rosły, gdyż ruch nie przekraczał 10pb w odniesieniu do końca maja. Krzywa dochodowości nie zmieniła istotnie nachylenia, a spread papierów 10-letnich nad 2-letnimi wynosi około 90pb.
- Polski rynek stopy procentowej pozostawał pod wpływem czerwcowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej. Oprócz przerwy w obniżkach po majowym ruchu, przedstawiona retoryka poddaje w wątpliwość tempo oraz skalę obniżek, które do niedawna były wyceniane przez rynek w kontraktach pochodnych.
- Drugim istotnym wydarzeniem z ostatnich tygodni był wzrost obaw o stan finansów publicznych. Sytuacja ta znajduje swoje odzwierciedlenie w szerokich spreadach asset swap (obligacji nad kontraktami swap). Powolne tempo konsolidacji fiskalnej może prowadzić do sytuacji, w której podaż obligacji pozostanie wysoka również w kolejnych latach.
- Oczekujemy, że w perspektywie najbliższych dwóch kwartałów istnieje przestrzeń do stopniowego spadku rentowności obligacji skarbowych. Widzimy większe pole do spadku rentowności papierów z dłuższym terminem do wykupu, gdyż na krótkim końcu przestrzeń pozostaje ograniczona ostrożnym nastawieniem RPP. W przypadku dłuższego końca krzywej wsparciem może okazać się wznowienie cyklu obniżek stóp przez Fed oraz presja na globalny spadek rentowności obligacji. Głównym ryzykiem w perspektywie najbliższych miesięcy pozostaje sytuacja fiskalna.



Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2024							2025					
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-1.6	0.0	5.3	-1.3	-0.5	4.7	-1.3	0.3	-0.9	-1.8	2.5	1.3	3.9
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-4.4	3.0	-2.9	-5.0	8.8	9.8	-5.4	-8.0	2.3	-0.3	8.5	-3.1	-2.0
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	-1.6	-0.1	5.4	-1.4	-0.4	4.9	-1.7	-0.2	-0.6	-2.1	2.9	1.8	4.1
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-6.5	-9.0	-1.3	-9.6	-9.0	-9.6	-9.3	-8.0	4.2	-0.1	-1.0	-4.2	-2.9
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	5.0	4.4	4.4	2.6	-3.0	1.3	3.1	1.9	4.9	-0.5	-0.3	7.6	4.4
Stopa bezrobocia (%)	5.0	4.9	5.0	5.0	5.0	4.9	5.0	5.1	5.4	5.4	5.3	5.2	5.0
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.6	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2.5	2.6	4.2	4.3	4.9	5.0	4.7	4.7	4.9	4.9	4.9	4.3	4.0
Inflacja (% m/m)	0.1	0.1	1.4	0.1	0.1	0.3	0.5	0.0	1.0	0.3	0.2	0.4	-0.2
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-7.0	-5.8	-5.1	-5.5	-6.2	-5.1	-3.8	-2.7	-1.0	-1.3	-1.0	-1.6	-1.5
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.3	0.4	-0.4	-0.5	-0.3	0.5	0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	11.4	11.0	10.6	11.1	10.3	10.2	10.5	9.8	9.2	7.9	7.7	9.3	8.4
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-468	-142	-491	-2276	-1160	1510	313	-1119	558	-77	-1419	-374	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1098	-533	-1167	-2108	-554	-302	-900	-1962	-1208	-966	-1895	-941	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	27061	27473	27436	25230	28310	30637	29004	24860	27533	27250	29211	28072	-
Eksport (% r/r)	-5.3	-6.6	5.8	-2.3	1.5	2.6	-2.6	0.4	0.2	-1.4	1.4	-2.4	-
Import f.o.b. (mln EUR)	28159	28006	28603	27338	28864	30939	29904	26822	28741	28216	31106	29013	-
Import (% r/r)	1.4	1.9	9.7	5.5	5.6	6.2	-0.8	3.4	8.9	2.5	9.1	3.5	-

Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2024						2025						
	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V
Strefa monetarna													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.0	8.4	8.3	7.8	6.5	7.8	8.7	9.3	9.4	9.1	10.3	10.4	10.3
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10.6	10.8	10.9	10.2	8.7	10.1	10.4	10.2	10.1	10.3	10.1	9.8	10.1
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	2.7	2.3	0.9	1.4	-1.7	0.6	2.1	4.0	5.4	3.6	5.9	7.2	5.9
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	0.5	1.4	1.9	2.0	1.4	3.1	3.4	2.7	2.3	2.2	2.8	3.0	3.1
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-1.4	-0.5	0.3	2.2	1.9	3.4	5.8	5.4	5.2	5.0	3.0	4.2	5.6
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	5.25
WIBOR 3M (średnio)	5.75	5.75	5.76	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.77	5.75	5.48	5.16
WIBOR 3M (koniec okresu)	5.75	5.75	5.76	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.76	5.76	5.74	5.31	5.12
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	5.44	5.51	5.68	5.64	5.90	5.98	6.17	5.73	5.67	5.55	5.43	4.38	4.63
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.45	5.21	4.62	4.84	4.68	4.82	4.95	5.13	5.17	5.18	5.10	4.38	4.72
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.49	5.49	5.25	5.09	4.94	5.50	5.38	5.58	5.59	5.55	5.36	4.70	5.07
EUR/PLN (koniec okresu)	4.27	4.31	4.30	4.28	4.28	4.35	4.30	4.27	4.21	4.16	4.18	4.28	4.25
USD/PLN (koniec okresu)	3.94	4.03	3.97	3.86	3.82	4.01	4.08	4.10	4.06	4.00	3.86	3.76	3.75
EUR/USD (koniec okresu)	1.09	1.07	1.08	1.11	1.12	1.09	1.06	1.04	1.04	1.04	1.08	1.14	1.13
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	53.1	69.9	82.8	88.7	107.3	129.8	141.8	211.0	3.2	36.3	76.3	91.4	108.3
Def. budżetowy skum. (% planu)*	22%	29%	34%	37%	45%	54%	59%	88%	1%	13%	26%	32%	38%

Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	915	1066	1131
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3898	4160
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28505	30244
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	5.3	5.1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.7	3.7
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-2.2	5.0	4.1
Konsumpcja (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	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	4.2	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	2.2
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	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	4.75	4.25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.88	4.38
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.10	4.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.57	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.66	3.68
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.24	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.23	4.26

Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.7	-1.6
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	-5.7
Saldo pierwotne sektora	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.9
Dług publiczny (Polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.7

Prognozy długoterminowe

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.3	0.1	2.9	3.7	3.7	3.3	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3	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	4.75	4.25	4.25	4.25
USD/PLN (Koniec okresu)	4.39	3.94	4.10	3.57	3.76	3.87	3.88
USD/PLN (Średnia)	4.45	4.20	3.98	3.66	3.68	3.86	3.87
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.35	4.27	4.24	4.29	4.33	4.34
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.54	4.31	4.23	4.26	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 Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolk@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