



Marzec 2025

Piotr Kalisz, CFA  
Arkadiusz Trzciółek, CFA  
Aleksandra Siuzdak

Citi Monthly

# Europa się zbroi

# Podsumowanie

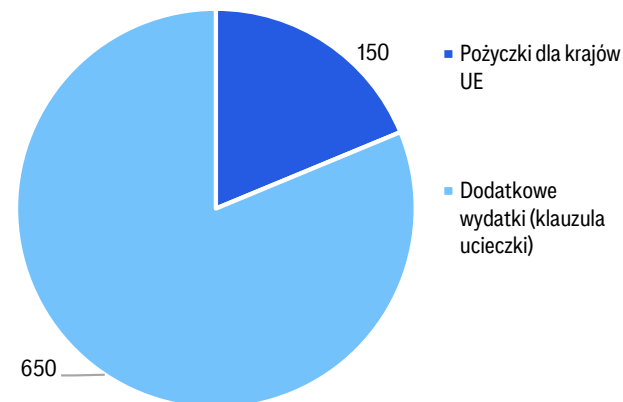
- Zwrot Europy w kierunku wyższych wydatków zbrojeniowych oraz większe otwarcie Niemiec na stymulację fiskalną mogą w najbliższych miesiącach doprowadzić do poprawy wskaźników nastrojów w europejskim przemyśle, a po pewnym czasie również do rzeczywistego przyspieszenia wzrostu w UE. Niezależnie od tego, polska gospodarka już teraz jest na ścieżce ożywienia.
- Co prawda miesięczne dane o sprzedaży w lutym rozczarowały, ale niespodzianka ta nastąpiła po lepszych od prognoz odczytach za styczeń. W sumie konsumpcja w całym bieżącym roku może wzrosnąć nawet nieco szybciej niż to miało miejsce w 2024 r. Dodatkowym bodźcem dla wzrostu PKB powinno być spodziewane ożywienie w inwestycjach finansowanych napływem funduszy z budżetu Unii Europejskiej. W całym bieżącym roku oczekujemy wzrostu gospodarczego na poziomie około 4% r/r.
- Inflacja w lutym pozytywnie zaskoczyła, co powinno obniżyć ścieżkę CPI również w kolejnych miesiącach. Jak zwykle w przypadku CPI utrzymuje się niepewność dotycząca tego co wydarzy się w najbliższych miesiącach z cenami żywności, ale inflacja bazowa wydaje się w lekkim trendzie spadkowym, który dobrze wróży na kolejne miesiące. Według naszych szacunków w ostatnim kwartale bieżącego roku inflacja CPI może wynieść około 3,5%.
- Rada Polityki Pieniężnej na razie utrzymuje ostrożny ton komunikacji, podkreślając liczne zagrożenia inflacyjne. Wydaje się jednak, że scenariusz inflacyjny banku centralnego jest oparty na stosunkowo pesymistycznych założeniach dotyczących cen energii i w kolejnych miesiącach ewentualna rewizja tego scenariusza mogłaby dać podstawę do obniżek stóp procentowych.
- W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że RPP może rozpocząć cykl łagodzenia polityki pieniężnej już w lipcu i obniżyć stopę referencyjną do końca roku łącznie o 75pb.

# Zwrot w Europie

## Czas na większe deficyty

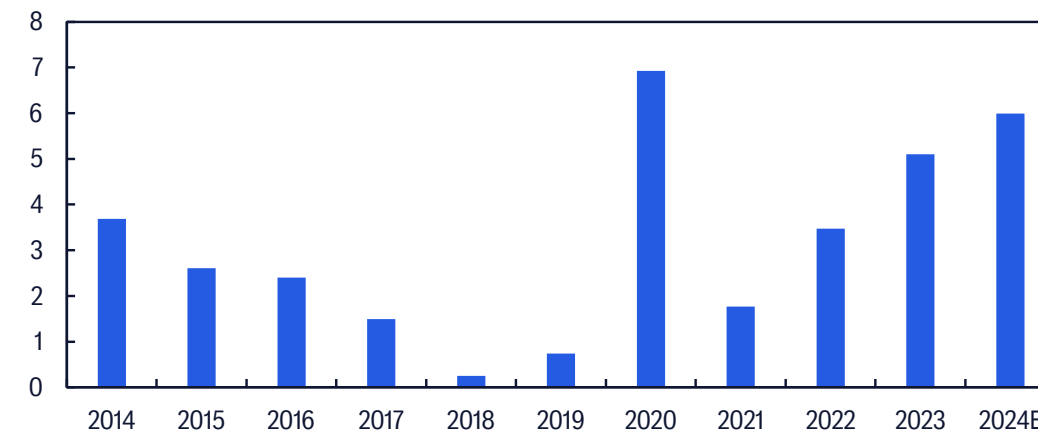
- Zapoczątkowane w Stanach Zjednoczonych zmiany geopolityczne wywołały odzew w Europie. W ciągu ostatniego miesiąca doszło do dwóch bardzo dużych zmian w dotychczasowym kierunku europejskiej polityki gospodarczej. Po pierwsze Niemcy postanowiły odejść od dotychczasowej bardzo ostrożnej polityki fiskalnej i pozwolić na zwiększenie wydatków infrastrukturalnych oraz zbrojeniowych. Po drugie, Komisja Europejska ogłosiła plan [ReArm Europe](#) mający na celu ułatwienie finansowania zwiększonych wydatków zbrojeniowych.
- Złagodzenia gorsetu fiskalnego w Niemczech może mieć pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy w całej Europie i reakcja rynkowa (wyższe rentowności bundów oraz silniejsze euro) pokazują, że inwestorzy już dyskontują ten scenariusz. Niemniej naszym zdaniem rzeczywiste efekty w postaci wzrostu mogą być odczuwalne z opóźnieniem. Doświadczenia poprzednich pakietów fiskalnych w Niemczech sugerują, że pozytywnych rezultatów w postaci rosnących inwestycji można spodziewać się najwcześniej w drugiej połowie przyszłego roku. Niewykluczone jednak, że już w krótkim czasie ujawnią się (mniej spektakularne) efekty w postaci pozytywnych nastrojów.
- Z punktu widzenia Polski nowe podejście Komisji Europejskiej do wydatków zbrojeniowych może zmniejszyć presję na szybkie obniżanie deficytu. O ile dotychczas MF zobowiązywało się do zacieśnienia fiskalnego o około 1% PKB rocznie począwszy od 2026 roku, obecnie skala dostosowania będzie mogła być o około połowę mniejsza. Nie zmienia to jednak faktu, że przy wolniejszym zacieśnieniu ścieżka długu pozostałaby w trendzie wzrostowym.

Plan ReArm Europe (mld euro)



% PKB

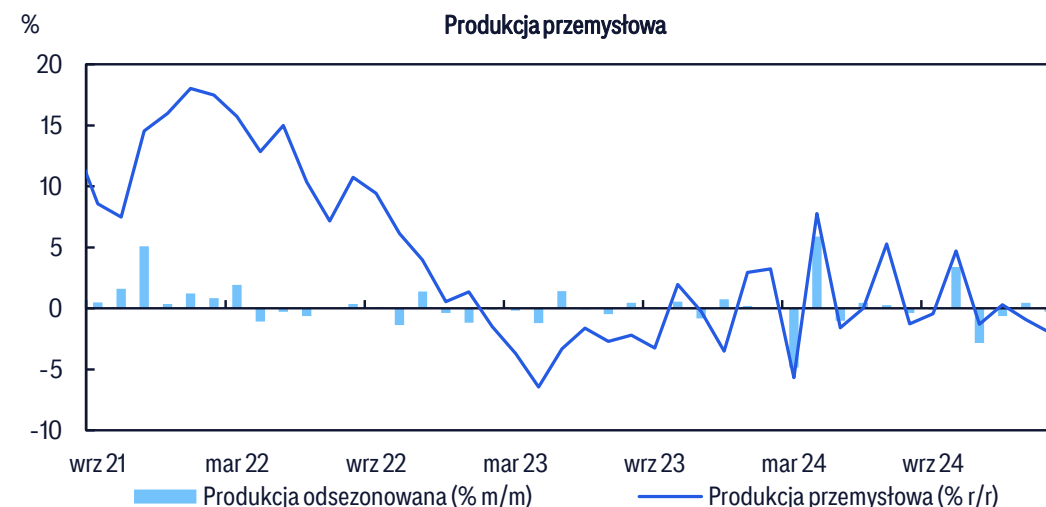
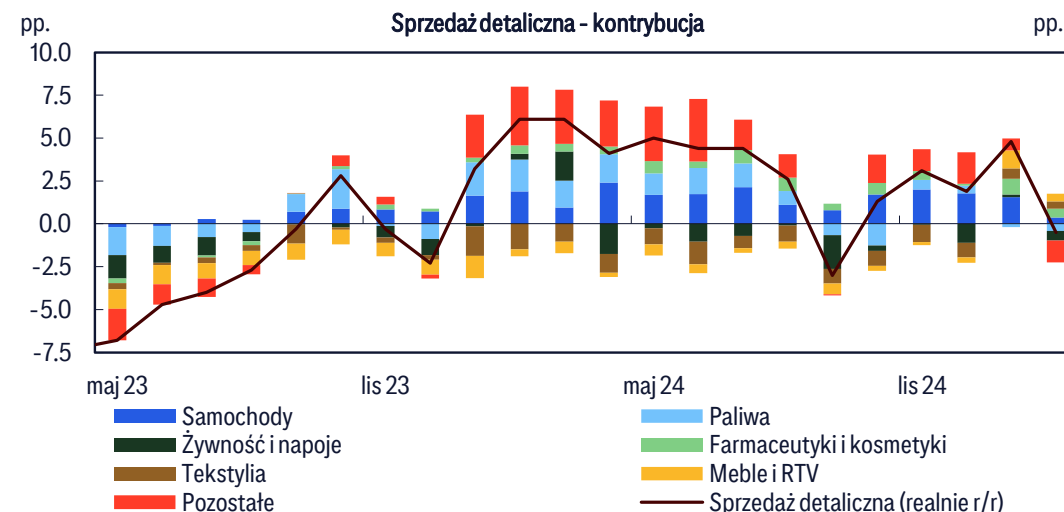
Deficyt fiskalny Polski (% PKB)



# Aktywność ekonomiczna

## Poniżej oczekiwań

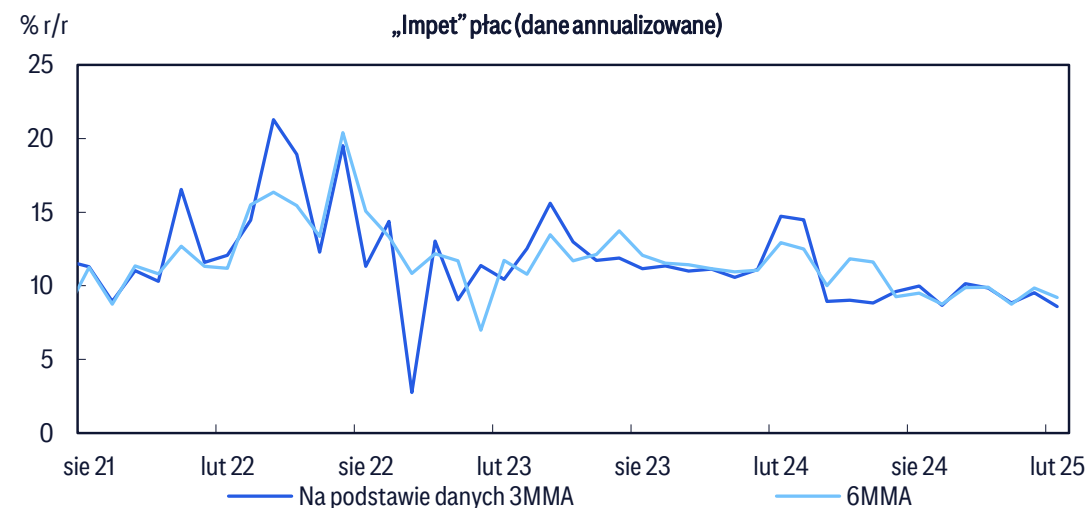
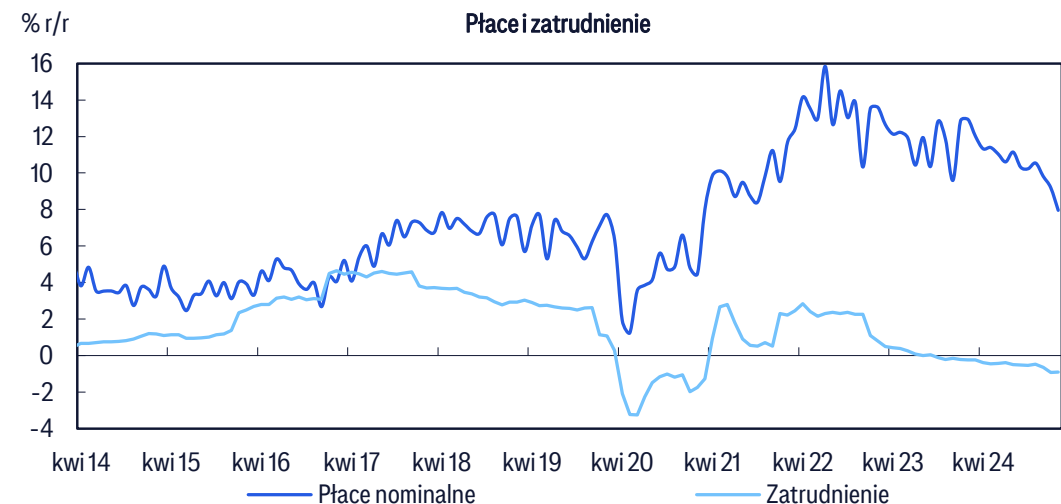
- Po dobrym starcie na początku roku, w lutym dane z polskiej gospodarki nie dorównały oczekiwaniom rynkowym.
- Sprzedaż detaliczna zmniejszyła się o 0,5% r/r wobec 4,9% r/r w styczniu. Po wyeliminowaniu wpływu efektów sezonowych sprzedaż obniżyła się o 3,2% m/m. Jednym z większych zaskoczeń było spowolnienie w sprzedaży pojazdów samochodowych do 5,1% r/r, jako że od października kategoria ta notowała wzrosty powyżej 20% r/r.
- Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w lutym o 2% r/r wobec -0,9% r/r w styczniu. Największe spadki w porównaniu z poprzednim rokiem odnotowano w naprawie maszyn, produkcji urządzeń elektrycznych oraz produkcji napojów. W miesięcznym i odsezonowanym ujęciu produkcja obniżyła się o 0,2%.
- Pomimo negatywnego zaskoczenia w sprzedaży detalicznej, spodziewamy się solidnej konsumpcji prywatnej w pierwszym kwartale. Podobnie jak w poprzednim roku, gospodarstwa domowe mogą nadal skłaniać się ku większej konsumpcji usług, która nie jest ujmowana w sprzedaży detalicznej.
- W sumie opublikowane dotychczas dane wskazują, że wzrost gospodarczy w I kwartale 2025 roku wyniósł około 3% r/r, natomiast lepsze odczyty w marcu mogłyby go popchnąć znacznie wyżej, w kierunku 4%.



# Rynek pracy

## Płace hamują

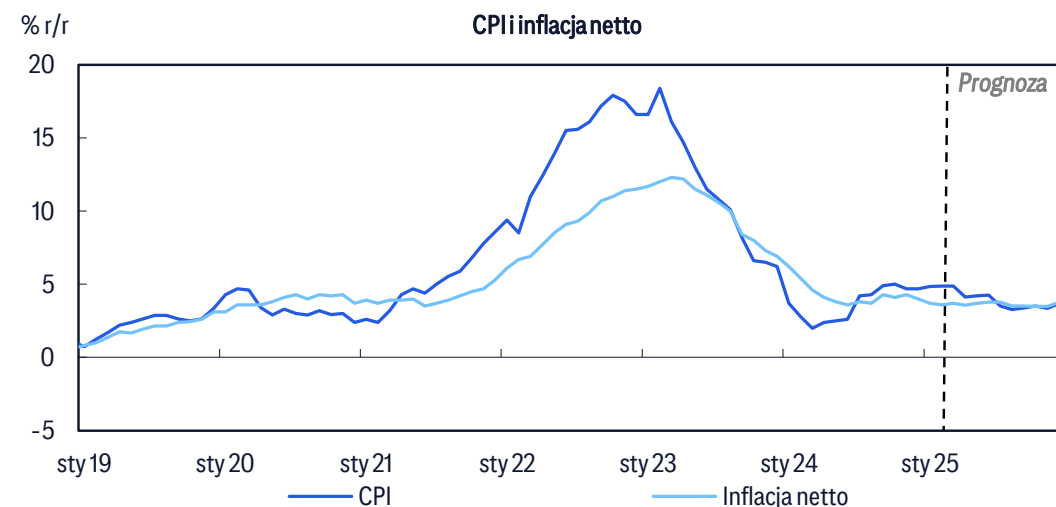
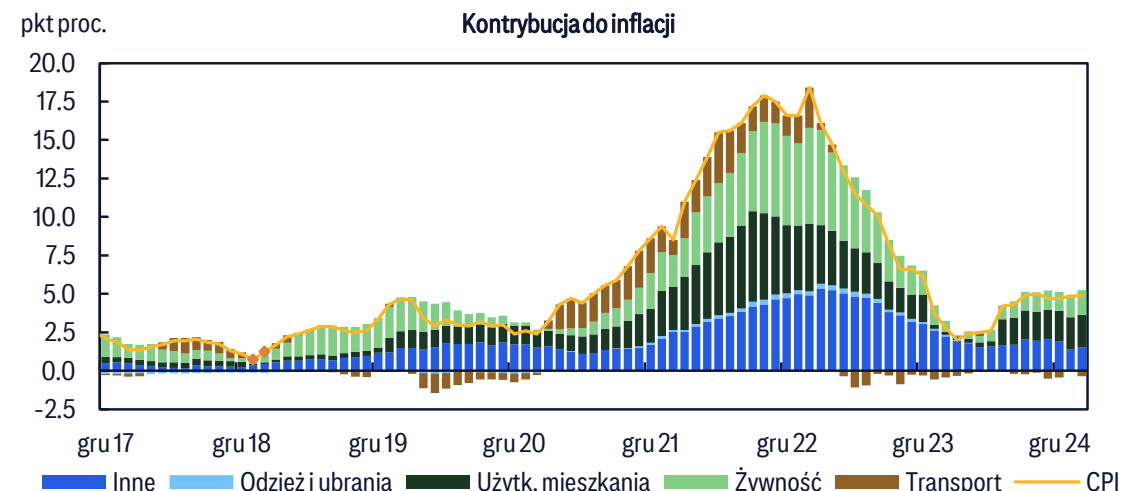
- Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw zauważalnie wyhamowało do 7,9% r/r w lutym wobec 9,2% r/r w styczniu. Odczyt okazał się niższy od naszych i rynkowych oczekiwań (odpowiednio 8,5% i 8,7% r/r). Płace realne zwiększyły się natomiast o 2,9% r/r, wobec 4,1% miesiąc wcześniej.
- Wzrost wynagrodzeń po uwzględnieniu czynników sezonowych kształtuje się na poziomie około 0,7% m/m (średnia trzymiesięczna), a tym samym impet płac oscyluje w okolicach 9%.
- Podobnie jak w styczniu, zatrudnienie obniżyło się o 0,9% r/r. Największe spadki zatrudnienia odnotowano w transporcie i gospodarce magazynowej (-1,7% r/r), administracji i działalności wspierającej (-1,3% r/r) oraz handlu (-1,1% r/r).
- Ujemna dynamika zatrudnienia w ujęciu rocznym nie przełożyła się na wzrost stopy bezrobocia, która pozostaje na historycznie bardzo niskich poziomach i według GUS w lutym wyniosła 5,4% (bez zmian w stosunku do stycznia).
- Do tej pory rynek pracy schładzał się bardzo stopniowo. W kolejnych miesiącach spodziewamy się utrzymania dynamiki wynagrodzeń w okolicach 7%-8% r/r.



# Inflacja

## Ponownie poniżej 5%

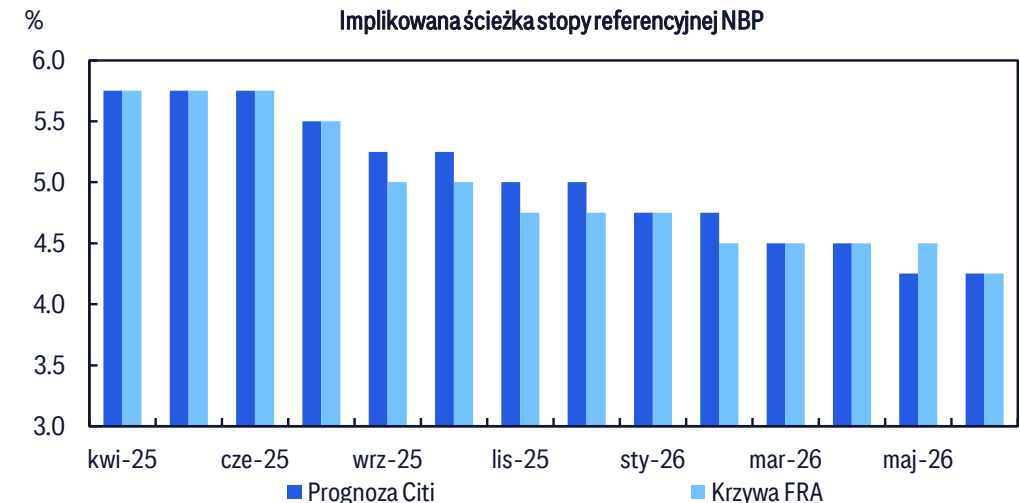
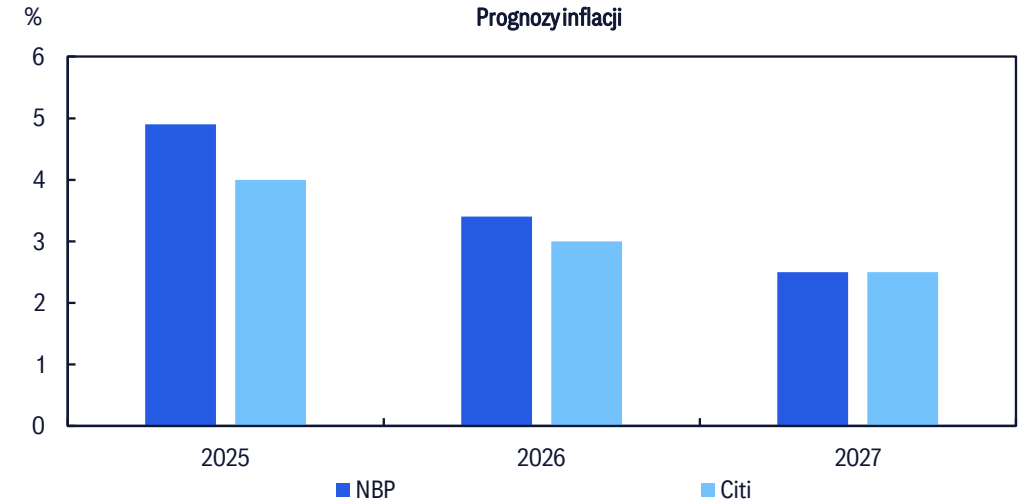
- Każdego roku w lutym GUS dokonuje rewizji koszyka towarów i usług wykorzystywanych do obliczania inflacji i zazwyczaj zmiany te prowadzą do rewizji w dół historycznych danych inflacyjnych. Tak też było i tym razem. Dzięki rewizji koszyka styczniowa inflacja została obniżona z pierwotnie opublikowanych 5,3% do 4,9%. Również lutowa inflacja utrzymała się na poziomie 4,9%.
- Niższy punkt startowy sprawia, że w kolejnych miesiącach ścieżka CPI może przebiegać niżej niż wcześniej szacowano. Nakłada się na to również wyhamowanie inflacji bazowej, która w ujęciu miesięcznym rośnie coraz wolniej, sygnalizując stopniowe ograniczanie presji cenowej. Otwarte pozostaje pytanie na ile spodziewane ożywienie gospodarcze może doprowadzić do znacznego odbicia inflacji. Na razie wydaje się, że krótkoterminowy trend spadkowy inflacji bazowej nie jest szczególnie zagrożony, ponieważ ewentualny inflacyjny efekt ożywienia będzie ujawniał się z dużym opóźnieniem, a ponadto będzie częściowo kompensowany przez silnego złotego.
- Jeżeli chodzi o nasze prognozy, to o ile nie dojdzie do anomalii na rynku żywności, rok 2025 powinien przynieść spadek wskaźnika CPI. Najprawdopodobniej już w drugim kwartale inflacja może być niższa od 4,5% a na koniec roku CPI może wynieść około 3,5%. W sumie oznaczałoby to, że ścieżka inflacyjna byłaby zauważalnie niższa niż zakładają to obecne projekcje banku centralnego, co z kolei powinno dać podstawy do bardziej otwartej dyskusji o ewentualnych obniżkach stóp procentowych.



# Polityka pieniężna

## Bez zmian stóp do kolejnej projekcji

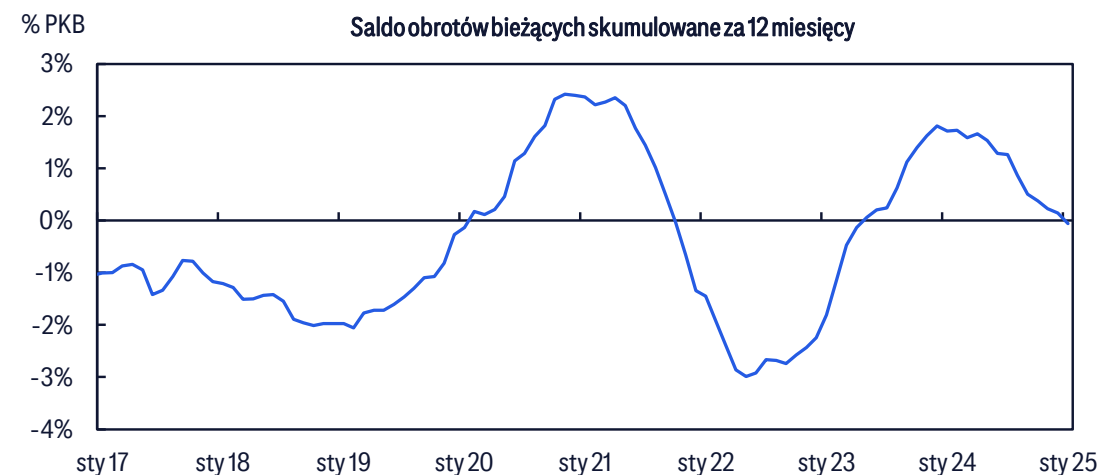
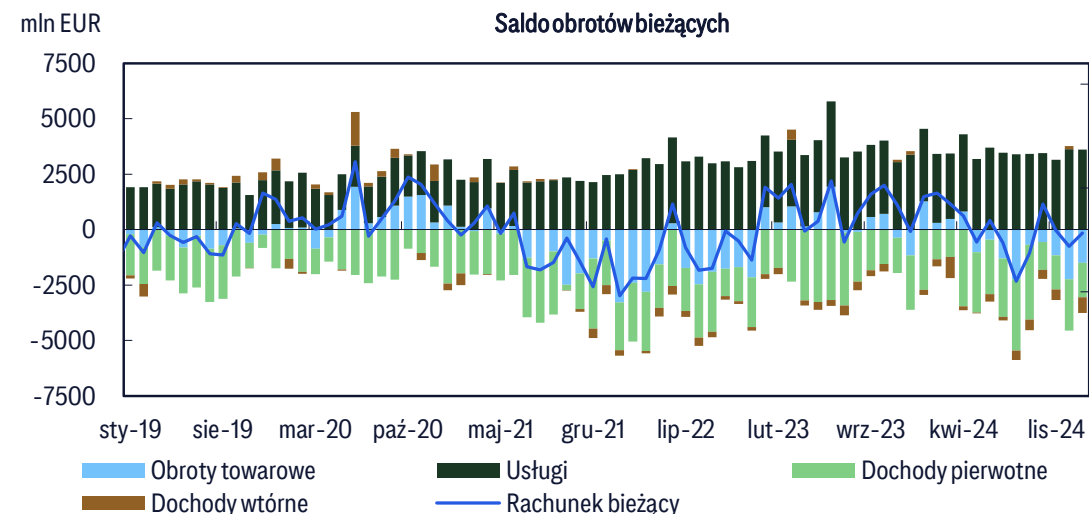
- W marcu RPP przedłużyła okres bez zmian stóp procentowych trwający od listopada 2023 roku. Retoryka zaprezentowana przez Radę nie wskazuje na potencjał do zmian parametrów polityki pieniężnej co najmniej w pierwszej połowie bieżącego roku, co wynika z czynników ryzyka dla rozwoju inflacji w najbliższych miesiącach.
- Brak zmian stóp procentowych w marcu nie był zaskoczeniem, gdyż wpisywał się w retorykę RPP prezentowaną na wcześniejszych tegorocznych spotkaniach. Czynnikiem, który przyciągał uwagę była publikacja nowych projekcji makroekonomicznych NBP. Analitycy banku centralnego zakładają, że inflacja w 2025 roku wyniesie 4,9%, co stanowi o prawie 1pp wyższy wynik niż nasza prognoza wynosząca 4%. Założenia NBP zostały przygotowane przed coroczną rewizją koszyka inflacyjnego, dlatego można zakładać, że ścieżka z raportu o inflacji jest zawyżona o nawet 0,4pp w skali roku. Ponadto w projekcji banku centralnego przyjęty został wzrost inflacji w IV kwartale tego roku w związku z uwolnieniem cen energii. Naszym zdaniem nawet jeżeli ośronowe programy rządowe nie zostaną przedłużone, to ceny obserwowane na rynku energii nie powinny prowadzić do wzrostu rachunków za prąd w wyniku ustalenia nowych taryf przez URE.
- Zakładamy, że RPP rozpocznie obniżki stóp procentowych w lipcu, a skala tegorocznego luzowania wyniesie 50-75 pb. Nieco bardziej agresywny scenariusz wyceniony jest w krzywej FRA, gdzie pierwszy ruch RPP mógłby się wydarzyć już w czerwcu, a do końca roku stopy spadłyby łącznie o co najmniej 100 pb.



# Bilans płatniczy

## Eksport w tyle za importem

- W styczniu deficyt na rachunku bieżącym zawężił się do 168 mln EUR wobec -803 mln EUR w grudniu. Skumulowane roczne saldo obrotów bieżących pogorszyło się o 0,2 pp do -0,1% PKB.
- Dysproporcja między wartością importu i eksportu utrzymała się w styczniu, skutkując deficytem na saldzie obrotów towarowych o wartości 1506 mln EUR. W ujęciu rocznym import zwiększył się o 9,9%, natomiast eksport zmniejszył się o 0,7%.
- Spadek eksportu wynikał głównie ze zmniejszenia sprzedaży zagranicznej środków transportu (w szczególności samochodów dostawczych, aut osobowych, ciągników drogowych oraz części motoryzacyjnych). Dodatkowym obciążeniem dla eksportu była również mniejsza sprzedaż paliw.
- Jeżeli chodzi o wartość importu, odnotowano znaczny wzrost w kategoriach takich jak import towarów konsumpcyjnych, produktów rolnych oraz paliw. Duży spadek natomiast nastąpił w imporcie środków transportu.
- Według komentarza NBP, znaczna dysproporcja między składnikami salda towarowego odzwierciedla różnice we wzroście gospodarczym Polski w porównaniu do jej głównych partnerów handlowych oraz rosnącą konkurencją ze strony gospodarek pozaeuropejskich.

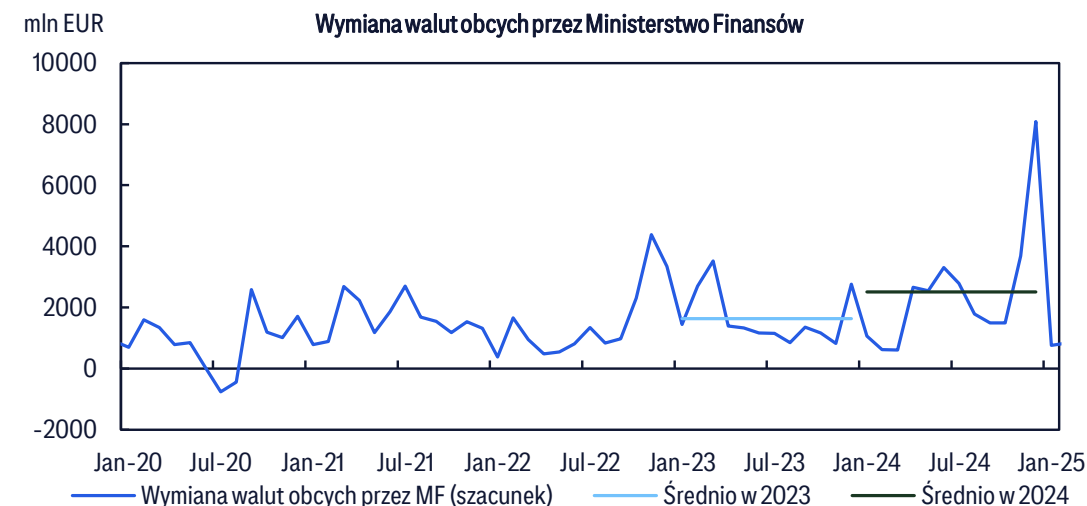
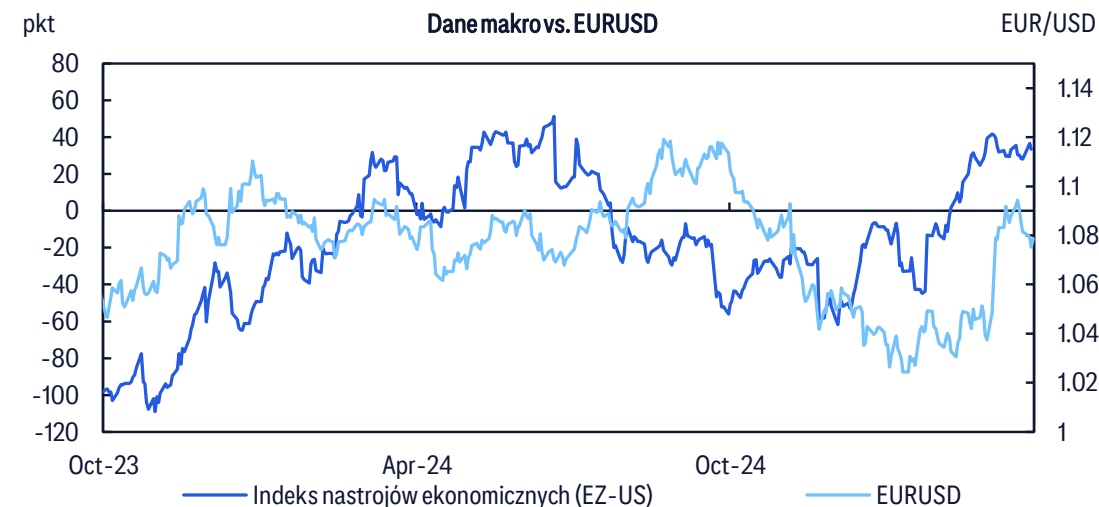




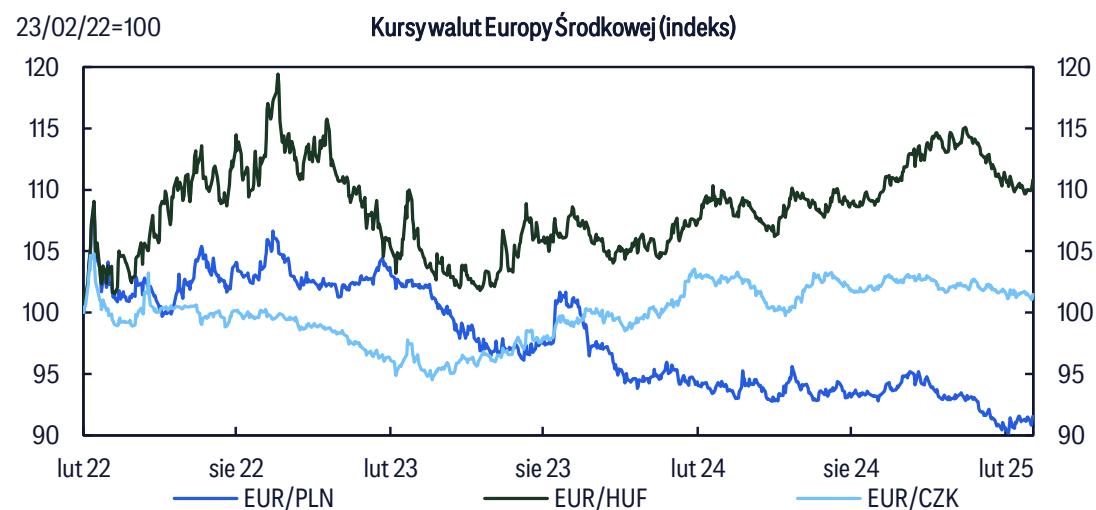
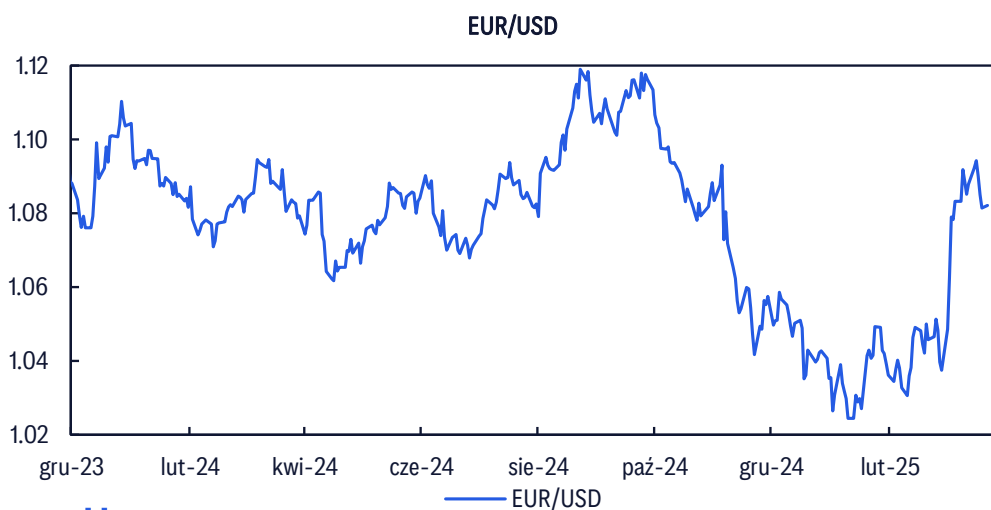
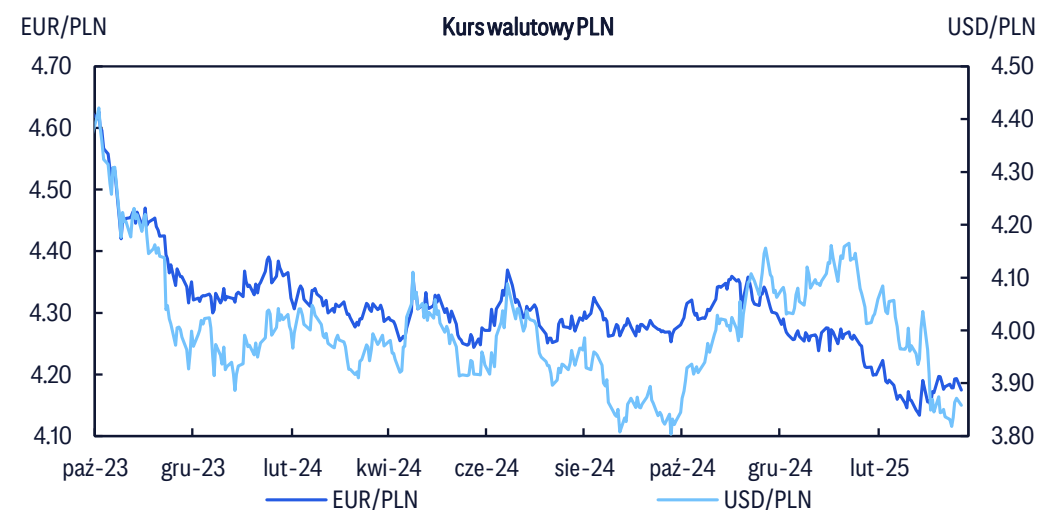
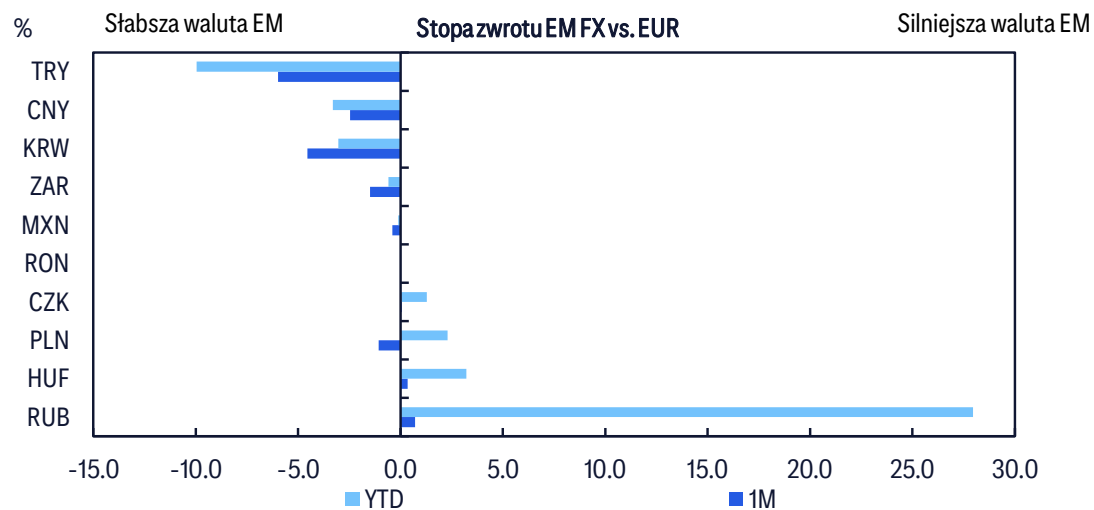
# Rynek walutowy

## Złoty wciąż mocny, dolar słabszy

- Marzec nie przyniósł istotnej zmiany trendu obserwowanego w notowaniach polskiego złotego na początku tego roku. O ile kurs EUR/PLN nieco wzrósł i zbliżył się do poziomu 4,20 wobec dołka z lutego poniżej 4,12, to ciężko nazwać ten ruch czymś więcej niż korektą po okresie silnych zysków. W relacji do dolara polska waluta nawet się umocniła, osiągając w marcu dołek w okolicach poziomu 4,81.
- Ostatnie tygodnie na rynku walutowym stały pod znakiem umocnienia dolara wobec euro, a kurs EUR/USD ocierał się nawet o granicę 1,10. Na rynkach finansowych wciąż obserwowana jest niepewność związana z polityką handlową nowej administracji w USA. Obawy o zauważalne spowolnienie wzrostu w USA znajdowały swoje odzwierciedlenie w kursie dolara, co było wzmacniane przez pozytywne zaskoczenia w danych makroekonomicznych w strefie euro wobec USA. Ponadto euro zyskiwało na oczekiwaniach dotyczących zwiększenia wydatków fiskalnych w krajach Unii Europejskiej, a przede wszystkim w Niemczech, gdzie doszło do porozumienia dotyczącego wyższego deficytu fiskalnego na cele zbrojeniowe oraz infrastrukturalne.
- Naszym zdaniem kurs EUR/PLN powinien w najbliższym czasie pozostawać blisko poziomu 4,20. Pomimo wciąż jastrzębiego nastawienia RPP, rosnące oczekiwania na obniżki stóp procentowych mogą powstrzymać dalsze umocnienie polskiej waluty. Ponadto nie widzimy również chęci na umocnienie złotego ze strony polskich władz. Wymiana walut obcych w dyspozycji Ministerstwa Finansów jest niewielka na początku roku pomimo napływu środków z UE oraz emisji obligacji walutowych.



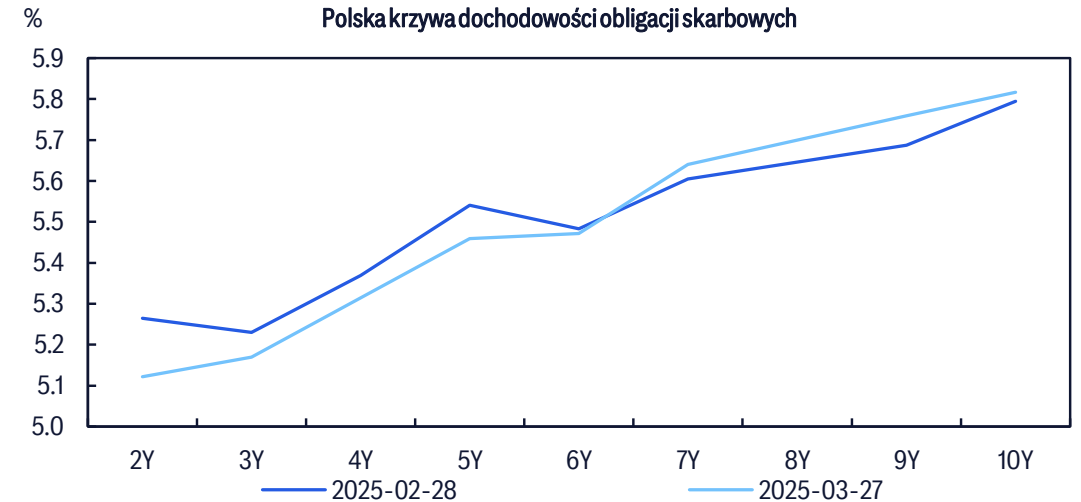
# Rynek walutowy



# Rynek długu

## Przecena niemieckich obligacji

- W marcu nie doszło do dużych zmian rentowności polskich obligacji skarbowych. Krzywa dochodowości nieznacznie się wystromiła, co wynikało przede wszystkim ze spadku rentowności papierów z krótszym terminem do wykupu. Spread dochodowości obligacji 10-letnich nad 2-letnimi wzrósł o ok. 20 pb do poziomu 75 pb.
- Spadek notowań krótkoterminowych stóp procentowych wynika z rosnących oczekiwań na obniżki stóp procentowych. W przypadku dłuższego końca stan finansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych (przekraczający 50%) nie budzi na razie obaw nawet w relacji do wysokiego deficytu fiskalnego, który może wynieść blisko 6% PKB w tym roku. Plany zwiększenia wydatków fiskalnych w związku z planami UE na poluzowanie reguł fiskalnych powinny w większym stopniu wpływać na kolejne lata.
- Sporą przecenę w marcu zanotowały niemieckie obligacje skarbowe, gdyż rentowności 10-letniego Bunda wzrosły o blisko 40 pb. Taki ruch jest pokłosiem zmiany w nastawieniu niemieckich władz wobec wydatków fiskalnych, gdyż usunięty został limit ograniczający wydatki na obronność powyżej 1% PKB, a dodatkowo utworzono fundusz infrastrukturalny na kwotę 500 mld EUR i zwiększono limit pożyczkowy na poziomie krajów związkowych z 0% do 0,35% PKB.
- Oczekujemy, że obniżki stóp procentowych będą prowadziły do dalszego stopniowego spadku rentowności polskich obligacji skarbowych. W perspektywie najbliższych trzech miesięcy widzimy rentowności 10-letnich papierów w okolicach 5,60%, a 2-letnich przy 5%.



# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (1/2)

	2024												2025	
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	
<b>Strefa Realna</b>														
Produkcja przemysłowa (% r/r)	3.2	-5.7	7.8	-1.6	0.0	5.3	-1.3	-0.5	4.7	-1.3	0.3	-0.9	-1.9	
Produkcja przemysłowa (% m/m)	0.6	4.0	-1.9	-4.4	3.0	-2.9	-5.0	8.8	9.8	-5.4	-8.0	2.3	-0.4	
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	3.8	-6.0	8.1	-1.6	-0.1	5.4	-1.4	-0.4	4.9	-1.7	-0.2	-0.6	-2.3	
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-4.8	-13.4	-2.0	-6.5	-9.0	-1.3	-9.6	-9.0	-9.6	-9.3	-8.0	4.2	0.0	
Sprzedaż detaliczna (% r/r, realnie)	6.1	6.1	4.1	5.0	4.4	4.4	2.6	-3.0	1.3	3.1	1.9	4.9	-0.5	
Stopa bezrobocia (%)	5.4	5.3	5.1	5.0	4.9	5.0	5.0	5.0	4.9	5.0	5.1	5.4	5.4	
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.2	-0.2	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.6	-0.9	-0.9	
<b>Ceny</b>														
Inflacja (% r/r)	2.8	2.0	2.4	2.5	2.6	4.2	4.3	4.9	5.0	4.7	4.7	4.9	4.9	
Inflacja (% m/m)	0.3	0.2	1.1	0.1	0.1	1.4	0.1	0.1	0.3	0.5	0.0	1.0	0.3	
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-10.0	-9.9	-8.5	-7.0	-5.8	-5.1	-5.5	-6.2	-5.1	-3.8	-2.7	-1.0	-1.3	
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.1	-0.5	0.3	-0.3	0.4	-0.4	-0.5	-0.3	0.5	0.2	-0.3	-0.2	-0.2	
Płace - sektor przedsiębior. (% r/r)	12.9	12.0	11.3	11.4	11.0	10.6	11.1	10.3	10.2	10.5	9.8	9.2	7.9	
<b>Przepływy zagraniczne</b>														
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	1752	1239	658	-605	441	-649	-2494	-1133	1220	-33	-803	-168	-	
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	298	485	822	-1019	-454	-1304	-2246	-693	-571	-1169	-2236	-1506	-	
Eksport f.o.b. (mln EUR)	27589	28760	28725	27023	27435	27313	25107	28186	30483	28850	24703	27236	-	
Eksport (% r/r)	2.0	-8.7	8.1	-5.4	-6.7	5.3	-2.7	1.0	2.1	-3.1	-0.3	-0.7	-	
Import f.o.b. (mln EUR)	27291	28275	27903	28042	27889	28617	27353	28879	31054	30019	26939	28742	-	
Import (% r/r)	2.1	-7.2	5.6	0.9	1.4	9.8	5.5	5.7	6.6	-0.4	3.9	9.9	-	

# Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe (2/2)

	2024												2025	
	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	
<b>Strefa monetarna</b>														
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.4	6.6	7.4	8.0	8.4	8.3	7.8	6.5	7.8	8.7	9.3	9.4	9.1	
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	10.9	10.2	10.4	10.6	10.8	10.9	10.2	8.7	10.1	10.4	10.2	10.1	10.3	
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	2.3	1.9	2.2	2.7	2.3	0.9	1.4	-1.7	0.6	2.1	4.0	5.4	3.6	
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	-0.6	-0.4	0.2	0.5	1.4	1.9	2.0	1.4	3.1	3.4	2.7	2.3	2.2	
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-4.7	-2.2	-2.2	-1.4	-0.5	0.3	2.2	1.9	3.4	5.8	5.4	5.2	5.0	
<b>Rynki finansowe</b>														
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	5.76	5.76	5.75	5.75	5.76	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.77	
WIBOR 3M (koniec okresu)	5.76	5.77	5.76	5.75	5.75	5.76	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.76	5.76	
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	5.55	5.56	5.46	5.44	5.51	5.68	5.64	5.90	5.98	6.17	5.73	5.67	5.55	
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	5.04	5.28	5.54	5.45	5.21	4.62	4.84	4.68	4.82	4.95	5.13	5.17	5.18	
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.14	5.49	5.60	5.49	5.49	5.25	5.09	4.94	5.50	5.38	5.58	5.59	5.55	
EUR/PLN (koniec okresu)	4.32	4.32	4.32	4.27	4.31	4.30	4.28	4.28	4.35	4.30	4.27	4.21	4.16	
USD/PLN (koniec okresu)	3.98	4.01	4.03	3.94	4.03	3.97	3.86	3.82	4.01	4.08	4.10	4.06	4.00	
EUR/USD (koniec okresu)	1.08	1.08	1.07	1.09	1.07	1.08	1.11	1.12	1.09	1.06	1.04	1.04	1.04	
<b>Wskaźniki fiskalne</b>														
Def. budżetowy skum. (mld PLN)	7.8	24.5	39.9	53.1	69.9	82.8	88.7	107.3	129.8	141.8	210.9	3.2	36.3	
Def. budżetowy skum. (% planu)*	3%	10%	17%	22%	29%	34%	37%	45%	54%	59%	88%	1%	13%	

# Prognozy dla gospodarki polskiej (1/2)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	682	690	809	907	995	1076
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3610	3888	4144
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	24179	26601	28770
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
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	4.0	3.6
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.6	1.5	6.3	7.8
Konsumpcja (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.7	3.9	3.5	2.6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.6	2.9
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	1.2	4.6	6.9
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	3.3	4.4	6.4
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	3.7	2.6
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	4.0	3.0
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.4	6.5
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	5.00	4.00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	5.01	4.13
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.90	5.20	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.86	3.84
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.91	3.85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.22	4.28

# Prognozy dla gospodarki polskiej (2/2)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.5	-1.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.6	1.7	0.4	-0.3	-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
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0.7	-6.9	-1.8	-3.5	-5.1	-6.0	-5.8	-4.4
Saldo pierwotne sektora	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-2.8	-3.6	-3.0	-1.7
Dług publiczny (Polska metodologia)	43.3	47.6	43.7	39.4	38.9	43.3	47.3	49.8

## Prognozy długoterminowe

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.9	5.3	0.1	2.9	4.0	3.6	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	5.1	14.3	11.5	3.6	4.0	3.0	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5.1	-2.6	1.7	0.4	-0.3	-0.1	-0.1
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	6.75	5.75	5.75	5.00	4.00	3.75
USD/PLN (Koniec okresu)	2.95	4.39	3.94	4.10	3.86	3.84	3.85
USD/PLN (Średnia)	3.01	4.45	4.20	3.98	3.91	3.85	3.85
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.69	4.35	4.27	4.25	4.29	4.31
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.69	4.54	4.31	4.22	4.28	4.31

# Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

Arkadiusz Trzciotek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

[arkadiusz.trzciotek@citi.com](mailto:arkadiusz.trzciotek@citi.com)

Aleksandra Siuzdak

Praktykantka

[aleksandra.siuzdak@citi.com](mailto:aleksandra.siuzdak@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](mailto: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