

CitiMonthly

Rok szybszego wzrostu i niższej inflacji

- **Blżej czwórki** — Wzrost gospodarczy stopniowo nabiera tempa i szacujemy, że w 2025 roku PKB wzrośnie o około 3,8%. Konsumpcja może lekko przyspieszyć, ale największa zmiana w porównaniu z ostatnimi kwartałami powinna być widoczna w inwestycjach. Napływ funduszy unijnych może sięgnąć około 25 mld euro w ciągu kolejnych dwunastu miesięcy, zapewniając wsparcie dla optymistycznych planów inwestycyjnych.
- **Powolna normalizacja** — Dynamika płac powoli hamuje i spodziewamy się, że proces ten będzie kontynuowany w najbliższych kwartałach. Mniejsza skala podwyżki płacy minimalnej oraz płac w sektorze publicznym przyczyni się do obniżenia dynamiki wynagrodzeń już na początku 2025.
- **Po wzroście przyjdzie czas na spadek inflacji** — Rok 2025 najprawdopodobniej będzie rokiem spadającej inflacji. W pierwszych trzech miesiącach inflacja może wciąż rosnąć, jednak począwszy od kwietnia czynniki statystyczne popchną ją w dół. Dodatkowo w kierunku niższej presji płacowej oddziaływać będzie spowolnienie wzrostu płac, wciąż wysokie realne stopy procentowe oraz globalna presja dezinflacyjna. Biorąc to pod uwagę, pod koniec roku wskaźnik CPI może wynieść około 3,5%.
- **Obniżki wciąż możliwe w 2025 r.** — W grudniu 2024 roku przedstawiciele RPP zaostrzyli swoją retorykę, sugerując opóźnienie obniżek stóp procentowych nawet do 2026 r. Doświadczenia ostatnich lat pokazują jednak, że o tym kiedy dojdzie do cięć stóp ostatecznie zdecydują napływające dane o inflacji i wzroście. Naszym zdaniem cykl łagodzenia polityki pieniężnej może zacząć się jeszcze w pierwszej połowie 2025 r. a w całym roku spodziewamy się obniżek łącznie o 100 pb.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdakaleksandra.siuzdak@citi.com

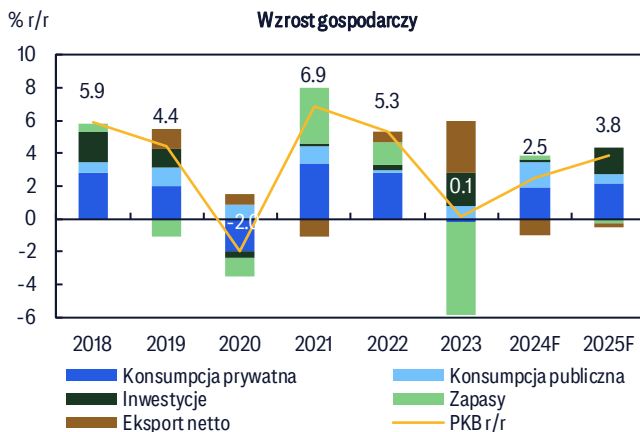
Perspektywy na 2025 r.

Przyspieszenie na horyzoncie

Dla polskiej gospodarki mijający 2024 rok był zarazem dobry i rozczarowujący. Pomimo stagnacji/recesji w Niemczech, według naszych szacunków wzrost gospodarczy w Polsce sięgnął w całym roku około 2,5%, przy czym ryzyko jest przechylone w kierunku nieco lepszego odczytu. Przy niesprzyjającym otoczeniu zewnętrznym jest to całkiem dobry wynik, po raz kolejny potwierdzający, że zdywersyfikowana struktura gospodarki chroni ją przed niekorzystnymi szokami. Z drugiej strony wzrost gospodarczy w ostatnich kwartałach okazał się mimo wszystko niższy niż oczekiwaliśmy na początku roku i choćby dlatego był on rozczarowujący. Źródłem niespodzianki była konsumpcja, która co prawda zwiększała się w całym szybkim tempie (~3% w pierwszych trzech kwartałach), jednak biorąc pod uwagę około siedmioprocentową dynamikę płac realnych wydaje się, że stać ją było na więcej.

W trakcie roku pojawiły się pewne sygnały świadczące o schłodzeniu gospodarki, widoczne przede wszystkim w słabości przetwórstwa przemysłowego. Produkcja baterii, która była przez lata motorem eksportu i produkcji przemysłowej w ostatnich miesiącach spadła gwałtownie, w miarę jak zapasć na europejskim rynku pojazdów elektrycznych zaczęła się rozlewać również na kraje Europy Środkowej. Na przykład w III kw. produkcja sprzętu elektrycznego (kategoria uwzględniająca baterie) notowała 17% spadki w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku. Wysokie koszty energii oraz rosnąca konkurencja ze strony Chin nie pomagały polskiemu przemysłowi. Mimo to, przynajmniej na tle innych krajów regionu, wyniki polskiej gospodarki wydają się relatywnie dobre.

Wykres 1. Wzrost gospodarczy wyniósł co najmniej 2,5% i prawdopodobnie przyspieszy w 2025 roku



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS

Wykres 2. Konsumpcja w tym roku rozczarowała, mimo dwucyfrowego wzrostu realnej płacy minimalnej

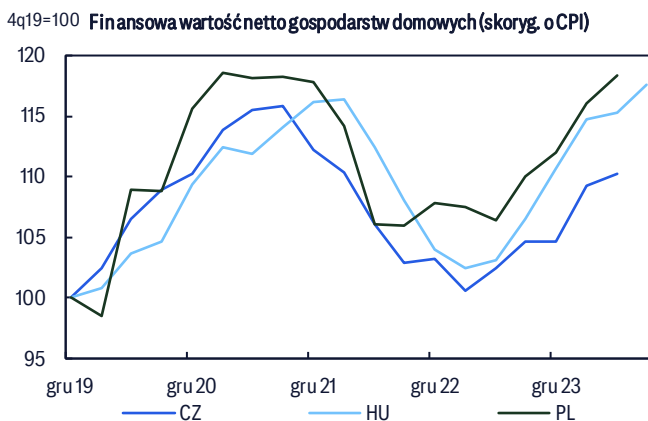


Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS

Gospodarka wchodzi w 2025 rok z wciąż umiarkowanym wzrostem, ale spodziewamy się jego wyraźnego przyspieszenia. Naszym zdaniem w całym przyszłym roku PKB może wzrosnąć o około 3,8%. W przypadku konsumpcji spodziewamy się lekkiej poprawy w stosunku do dynamik obserwowanych w ostatnich kwartałach. Sprzyjać temu powinien fakt, że gospodarstwa domowe praktycznie odbudowały zasób swoich aktywów finansowych do poziomów przed-pandemicznych (nawet po uwzględnieniu wpływu inflacji), co tworzy przestrzeń do zwiększania wydatków. Dodatkowo płace realne powinny rosnąć w szybkim tempie, choć zapewne wolniej niż w 2024 roku. Z drugiej strony, to co studzi nasz optymizm to stosunkowo słabe, a przynajmniej niepoprawiające się nastroje konsumentów.

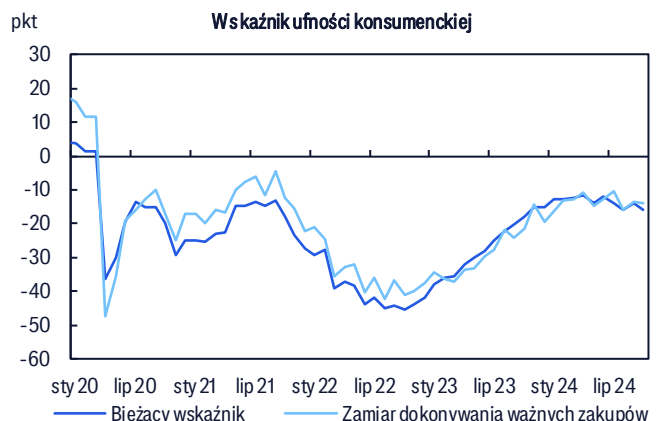
Tym razem istotnym motorem wzrostu będą inwestycje. Napływ środków unijnych nabiera tempa i realistycznie można zakładać, że w ciągu 2025 roku do Polski trafi około 25 mld euro. Środki te z czasem będą przeznaczane na finansowanie inwestycji, przyczyniając się do ożywienia gospodarki, tym bardziej, że napływ funduszy nakłada się na duże strukturalne potrzeby, w tym postępującą zieloną transformację. W sumie spodziewamy się w przyszłym roku około 8% wzrostu inwestycji (w ujęciu realnym, a więc ponad inflację), przy czym ryzyka wydają się przechylone wyraźnie w stronę wyższych wyników. Oznacza to, że nakłady inwestycyjne same w sobie mają szansę dodać do wzrostu PKB 1,5 punktu procentowego (wobec ~0 punktu w 2024).

Wykres 3. Finansowa wartość netto gospodarstw domowych już przewyższa swoje poziomy sprzed pandemii i wojny



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Eurostat

Wykres 4. Wyższe płace realne nie wystarczyły, aby na stałe poprawić wskaźnik ufności konsumenckiej



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS

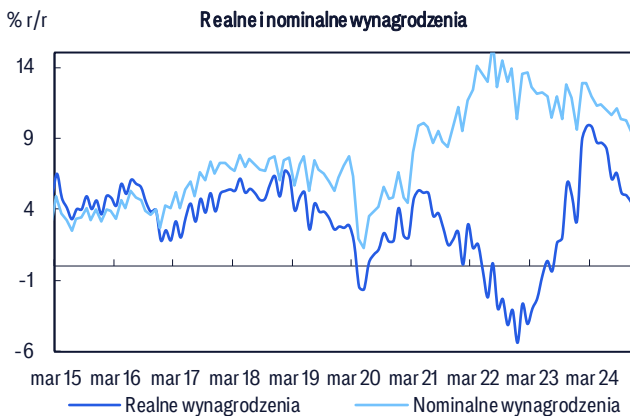
Istotnym źródłem niepewności pozostaje otoczenie zewnętrzne, w tym między innymi polityka handlowa nowej administracji amerykańskiej. Wprowadzenie wysokich ceł na chińskie oraz europejskie towary może mieć daleko idące reperkusje. Z punktu widzenia strefy euro ich koszt w postaci niższego wzrostu gospodarczego szacujemy na około 0,3 punkta proc. Ponieważ Stany Zjednoczone nie są kluczowym rynkiem eksportowym dla Polski, bezpośredni wpływ na krajowy wzrost zapewne byłby znacznie niższy. Niemniej dużo poważniejsze ryzyko wiąże się z efektami wtórnymi, choćby tym, że w scenariuszu wojen handlowych chińskie towary w większej skali byłyby przekierowane na rynek europejski lub na rynki trzecie, na których konkurowałyby one z polskimi produktami. Oprócz negatywnego wpływu na wzrost, taka konkurencja mogłaby okazać się istotnym czynnikiem przyczyniającym się do spadku inflacji.

Rynek pracy schładza się bardzo powoli

2024 był rokiem silnego rynku pracy. Przeciętne nominalne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrastało w dwucyfrowym tempie, a stopa bezrobocia utrzymywała się na historycznie niskim poziomie. Najsilniejsze wzrosty wynagrodzeń odnotowano w pierwszym kwartale, do czego przyczyniła się stosunkowo duża podwyżka płacy minimalnej (o około 20%) w styczniu. Kolejna podwyżka w lipcu (tym razem o mniejszej skali) wpłynęła na dynamikę wynagrodzeń już nieznacznie i w ostatnich miesiącach byliśmy świadkami jej stopniowego wyhamowywania. Zważywszy na niską inflację na początku roku, wzrost wynagrodzeń realnych utrzymywał się na wysokim poziomie (8%-10% r/r). Ze względu jednak na wzrost inflacji w drugiej połowie 2024 roku, dynamika ta obniżyła się do okolic 5% r/r.

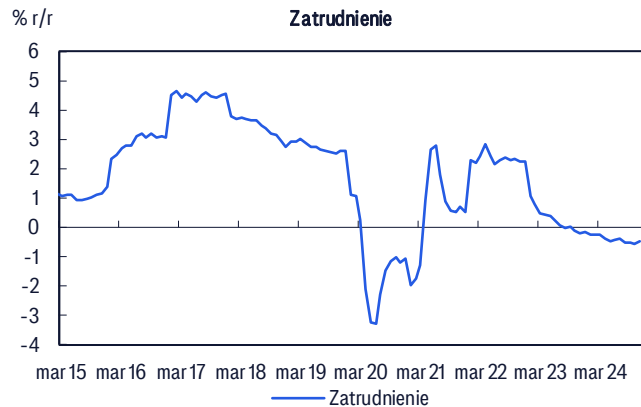
Podobnie jak w zeszłym roku, stopa bezrobocia według GUS oscylowała wokół 5%. Jednocześnie, w ciągu pierwszych dziesięciu miesięcy liczba zatrudnionych zmniejszała się średnio o 0,4% r/r. Te spadki były prawdopodobnie spowodowane bardziej problemami podażowymi na rynku pracy (takimi jak trudności ze znalezieniem pracowników), niż efektami popytowymi.

Wykres 5. Dynamika nominalnych i realnych wynagrodzeń powoli się obniża



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS

Wykres 6. Zatrudnienie przez cały rok odnotowywało niewielkie spadki



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS

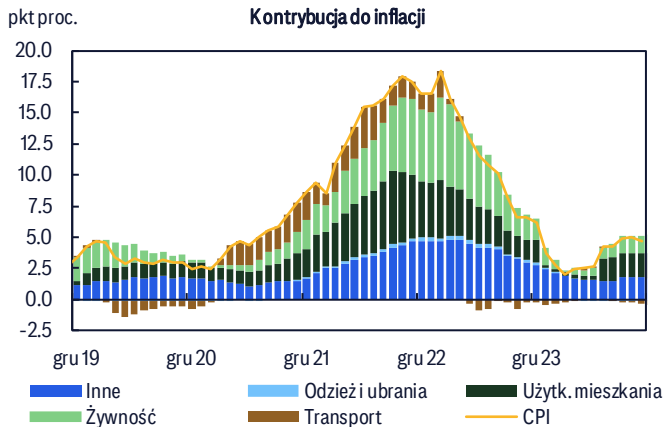
Na stopniowe schładzanie rynku pracy wskazują badania NBP na temat sytuacji przedsiębiorstw. Występowanie presji płacowej zasygnalizowało 67% przedsiębiorstw biorących udział w ankiecie, przy czym na początku pierwszego kwartału tego roku odsetek ten wynosił 71%. Ponadto, udział firm deklarujących podniesienie wynagrodzeń w horyzoncie kwartału obniżył się o 1,9pp do 34,4% w stosunku do poprzedniego badania, jednak jest to wciąż poziom wyższy od wieloletniej mediany (29,3%).

Biorąc pod uwagę mniejszy planowany wzrost płacy minimalnej na początku 2025 roku, dynamika płac zarówno nominalnych, jak i realnych powinna kontynuować proces stopniowego wyhamowywania. Oczekujemy, że w przyszłym roku wzrost płac nominalnych wyniesie 8,4% r/r. Jeżeli chodzi o stopę bezrobocia, spodziewamy się jej utrzymania na poziomie 5%.

Inflacyjny szczyt na początku 2025 roku

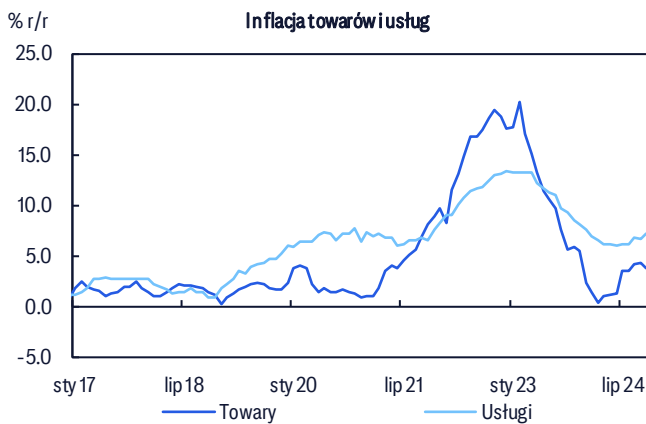
Pod względem inflacji, mijający rok był istotnie rokiem dwóch bardzo różnych połówek. W pierwszych sześciu miesiącach inflacja okazała się niższa od prognoz i wyniosła średnio ~2,7%, a więc była niemal idealnie zgodna z celem inflacyjnym RPP. Częściowe uwolnienie cen energii w lipcu zmieniło sytuację i popchnęło CPI w drugiej połowie roku mocno w górę, w kierunku 5%. Uwagę zwraca uporczywość inflacji bazowej, która wciąż rośnie w tempie zbliżonym do 0,35% MoM (po wyeliminowaniu sezonowości), co z kolei oznacza wzrost w ujęciu rocznym na poziomie około 4%+. Tak wysoki poziom inflacji bazowej stawia pod znakiem zapytania tempo w jakim mogłoby dojść do normalizacji inflacji w 2025 roku.

Wykres 7. Inflacja odbiła w stronę 5% r/r w drugiej połowie roku



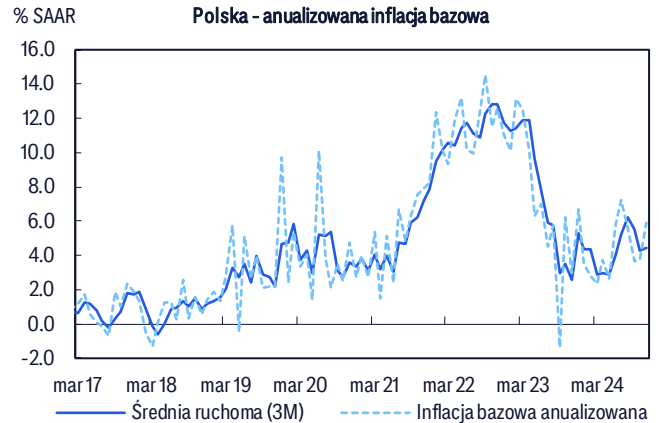
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS

Wykres 9. Wzrost cen usług wciąż znacznie przewyższa wzrost cen dóbr



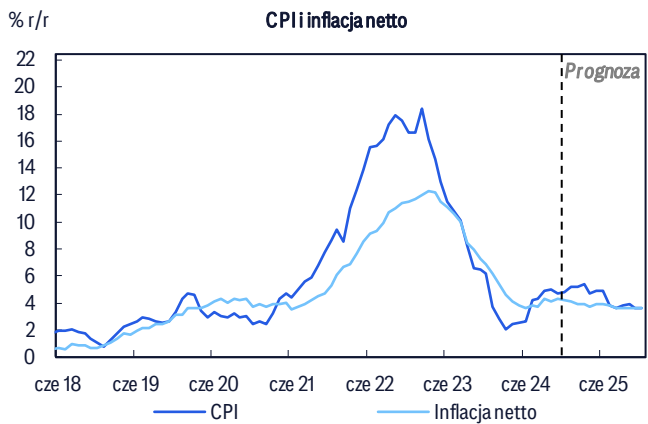
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS

Wykres 8. Anualizowana inflacja bazowa utrzymuje się powyżej 4%



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, NBP

Wykres 10. Wskaźnik CPI prawdopodobnie spadnie w pobliżu 3,5% pod koniec 2025 roku



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS, NBP

Na początku przyszłego roku inflacja ma szansę przekroczyć 5%, choćby ze względu na planowane podwyżki podatków pośrednich. Od kwietnia spodziewamy się jednak stopniowego spadku CPI, któremu sprzyjać powinny czynniki techniczne, w tym „echo” tegorocznych podwyżek VAT na żywność oraz częściowego uwolnienia cen energii. Efekt bazy popchnie CPI w kierunku niższych poziomów i pod koniec roku inflacja może zbliżyć się do górnej granicy odchyień wokół celu RPP (a więc w pobliżu 3,5%).

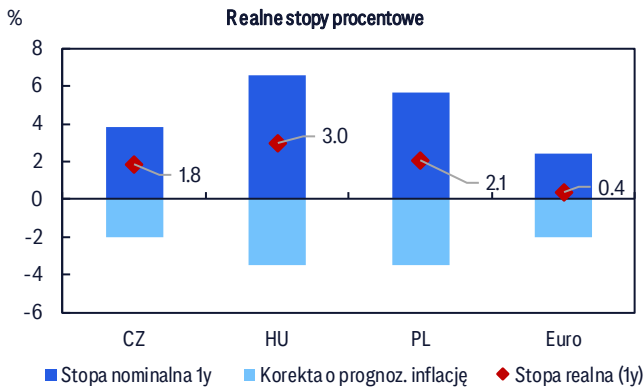
Dodatkowo w kierunku niższej inflacji oddziaływać będzie kilka innych, bardziej fundamentalnych czynników. Po pierwsze, im dłużej stopy procentowe utrzymywane są na wysokim poziomie, tym bardziej rośnie ich negatywny wpływ na inflację. Po drugie, mniejsza skala podwyżek płacy minimalnej i wynagrodzeń w sektorze publicznym będzie przyczyniać się z czasem do wyhamowania presji płacowej w sektorze usług. Po trzecie, spodziewamy się również coraz mniejszej presji cenowej w przypadku towarów, do czego przyczyniać się będzie rosnący eksport z Chin. W sumie z wpływem kolejnych kwartałów inflacja bazowa powinna stopniowo tracić swój impet.

Jastrzębia RPP, ale obniżki na horyzoncie

Przez ostatnie dwanaście miesięcy polityka pieniężna stawiała nacisk na stabilność. Stopy procentowe pozostały przez cały rok na poziomie 5,75%, a więc niezmiennym poziomie od czasu przedwyborczych cięć z 2023 roku. W trakcie roku przedstawiciele banku centralnego stopniowo sygnalizowali, że do

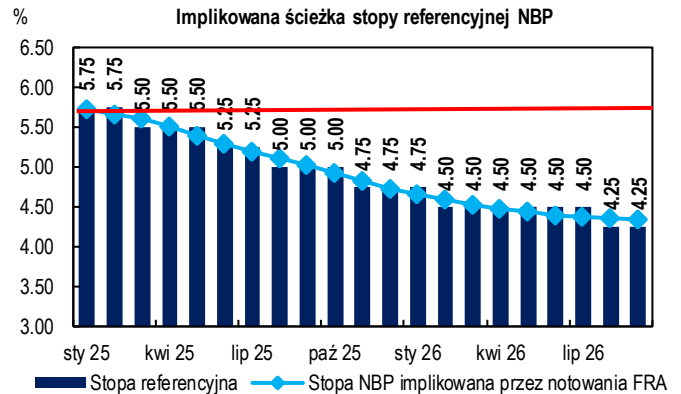
cięć stóp może dojść w pierwszym lub drugim kwartale 2025 roku. Ta narracja została jednak zaburzona w grudniu, gdy prezes NBP stwierdził, że moment pierwszych cięć może zostać odsunięty na 2026 rok. Tego typu sygnał nie spotkał się z pełnym zrozumieniem – wielu inwestorów wydaje się nie rozumieć motywów stojących za zwrotem w retoryce.

Wykres 11. Wysokie realne stopy procentowe wskazują na przestrzeń do znacznego łagodzenia polityki pieniężnej



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Bloomberg

Wykres 12. Rynek kontraktów FRA wycenia łącznie ~100 pb obniżek w 2025 roku, pokrywa się z naszymi oczekiwaniami

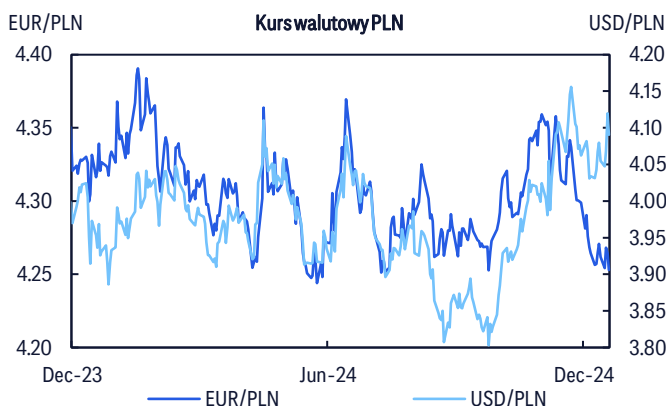


Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Bloomberg

Biorąc pod uwagę przewidywane zmiany w polityce gospodarczej na świecie oraz trajektorię inflacji, naszym zdaniem do obniżek stóp może jednak dojść jeszcze w trakcie 2025 roku, a nie 2026 r. Przemawiać za tym będą spodziewane obniżki stóp przez EBC oraz Fed, rosnące zagrożenia dla globalnego wzrostu gospodarczego, stopniowy spadek inflacji w kraju oraz perspektywa zacieśnienia fiskalnego począwszy od 2026 r. To kiedy konkretnie rozpocznie się cykl obniżek pozostaje kwestią otwartą, tym bardziej w świetle przyszłorocznych wyborów prezydenckich. Nie wykluczalibyśmy jednak, że do pierwszego cięcia może dojść w marcu lub drugim kwartale 2025 roku, gdy może okazać się, że dotychczasowe inflacyjne obawy RPP były nadmierne. W sumie spodziewamy się w całym przyszłym roku obniżek stóp o 100 pb.

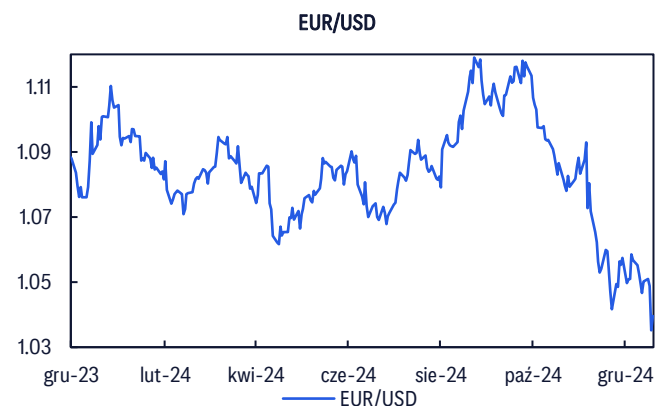
Rynek walutowy

Wykres 13. Polska waluta umacniała się wobec euro, na co wpływał między innymi napływ środków z UE



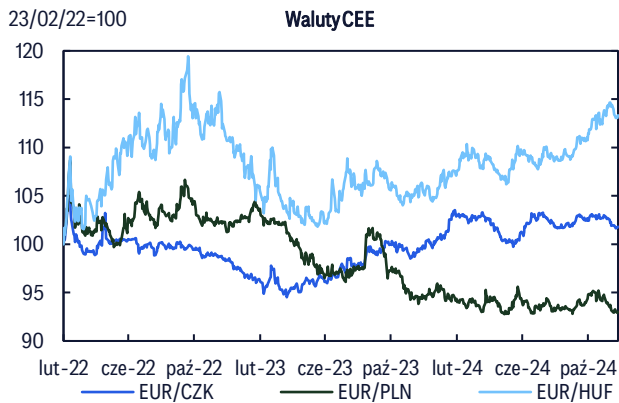
Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Wykres 14. Natomiast osłabienie złotego wobec dolara pod koniec roku wynikało w dużym stopniu z umocnienia amerykańskiej waluty w związku z wyborami prezydenckimi



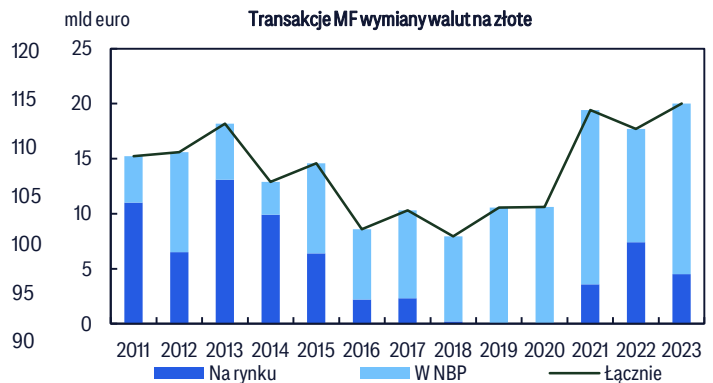
Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Wykres 15. Polska waluta wyróżniała się w minionym roku pozytywnie w regionie Europy Środkowo-Wschodniej



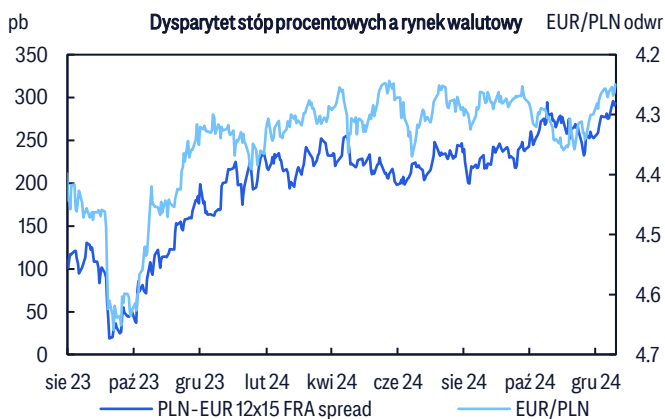
Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Wykres 16. W przypadku obaw o nadmierną deprecjację lub aprecjację, Ministerstwo Finansów może wymieniać środki walutowe bezpośrednio na rynku



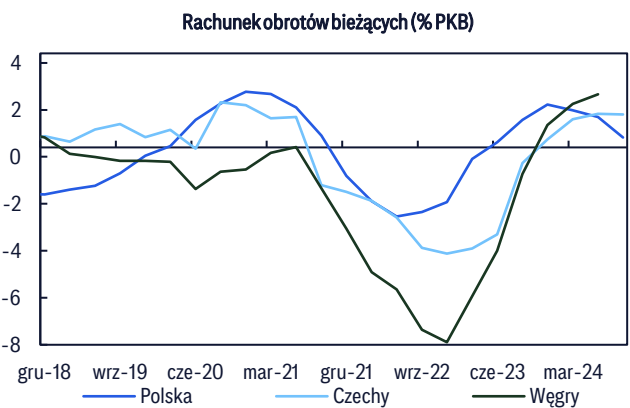
Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Wykres 17. Stopniowe obniżki stóp procentowych mogą hamować dalszą aprecjację złotego w przyszłym roku



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Wykres 18. Pojawienie się deficytu na rachunku obrotów bieżących również może stanowić przeszkodę dla umocnienia polskiej waluty



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 1. Polska – Prognozy średnioterminowe dla polskiej gospodarki

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	682	690	809	899	936	1013
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3594	3871	4119
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	23952	25020	27069
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	4.9	5.0	5.1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.5	3.8	3.4
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.6	0.8	7.9	6.3
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.7	4.0	3.4	2.7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.0	3.5	2.9
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	1.2	4.3	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	3.5	5.1	5.4
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.8	3.6	2.7
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.7	4.4	3.1
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	4.75	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.87	4.76	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.80	4.90	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.16	4.11	4.04
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	4.00	4.14	4.07
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.30	4.32	4.33
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.30	4.32	4.33
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	-2.6	1.7	0.4	-0.3	-0.1
Saldo handlu zagranicznego	-5.5	9.2	-10.4	-26.9	7.3	1.7	-2.2	-1.5
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.3	427.1	464.5
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.6	429.3	466.0
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	48.5	54.3
Saldo dochodów	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-44.5	-49.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.8	-3.5	-5.3	-5.8	-6.1	-4.9
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.0	-3.4	-3.4	-2.2
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.7	39.4	38.9	43.3	47.6	50.6

Źródło: Dane GUS, NBP, Reuters; Prognozy Citi Handlowy

Tabela 2. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2022	2023	2024E	2025P	2026P	2027P	2028P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	5.3	0.1	2.5	3.8	3.4	3.1	3.1
Inflacja CPI (% średnia)	14.3	11.5	3.6	4.4	3.1	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.6	1.7	0.4	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	6.75	5.75	5.75	4.75	3.75	3.75	3.75
USD/PLN (Koniec okresu)	4.39	3.94	4.16	4.11	4.04	3.98	3.98
USD/PLN (Średnia)	4.45	4.20	4.00	4.14	4.07	4.00	4.00
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.69	4.35	4.30	4.32	4.33	4.34	4.34
EUR/PLN (Średnia)	4.69	4.54	4.30	4.32	4.33	4.33	4.33

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Prognozy Citi Handlowy

Dodatek

Tabela 3 przedstawia nasz scenariusz podstawowy dla wybranych danych, a także dwa scenariusze alternatywne przedstawiające możliwy zakres zmienności wskaźników.

Tabela 3. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne – scenariusz bazowy, negatywny oraz pozytywny													
Scenariusz podstawowy	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27
Wzrost PKB*, r/r	2,7	3,3	3,2	4,4	4,3	4,0	3,5	3,2	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3
Inflacja średnioroczna, r/r	4,8	5,3	4,8	3,8	3,6	3,5	3,3	2,9	2,8	2,6	2,5	2,5	2,5
Przec. wynagrodzenie, r/r	10,7	9,2	8,1	7,1	6,5	6,0	5,7	5,5	5,3	5,1	5,0	4,9	4,9
Stopa bezrobocia rejestrowanego	4,9	5,4	5,2	5,2	5,0	5,4	5,1	5,1	5,1	5,4	5,0	5,1	5,1
Stopa bezrobocia BAEL	2,7	2,9	3,0	2,9	2,7	3,0	2,9	2,9	2,6	3,0	2,8	2,9	2,7
Stopa referencyjna NBP (koniec okr.)	5,75	5,50	5,50	5,00	4,75	4,25	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
WIBOR 3M (koniec okr.)	5,86	5,69	5,52	5,10	4,77	4,35	4,02	3,94	3,94	3,94	3,94	3,94	3,94
WIG (koniec okr.)	82762	84431	86101	87770	89440	90746	92053	93359	94666	96073	97481	98889	100296
WIG20 (koniec okr.)	2320	2367	2414	2461	2507	2544	2581	2617	2654	2693	2733	2772	2812
Scenariusz negatywny	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27
Wzrost PKB*, r/r	2,1	2,1	1,4	1,9	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	2,2	2,6	3,0	3,2
Inflacja średnioroczna, r/r	4,4	4,4	3,5	1,7	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	1,8	1,9	2,3	2,3
Przec. wynagrodzenie, r/r	10,2	8,3	6,7	5,2	4,9	4,3	4,3	4,2	4,3	4,3	4,4	4,6	4,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5,0	5,5	5,5	5,6	5,5	6,0	5,9	6,0	6,0	6,4	6,0	6,0	6,1
Stopa bezrobocia BAEL	2,7	3,0	3,2	3,3	3,2	3,5	3,5	3,7	3,4	3,9	3,8	3,8	3,6
Stopa referencyjna NBP (koniec okr.)	5,75	5,25	5,00	4,25	3,75	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
WIBOR 3M (koniec okr.)	5,86	5,44	5,02	4,35	3,77	3,10	2,77	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69
WIG (koniec okr.)	79293	77591	75893	74204	75616	76720	77825	78930	80034	81224	82414	83604	84794
WIG20 (koniec okr.)	2220	2168	2117	2067	2106	2137	2168	2198	2229	2262	2296	2329	2362
Scenariusz pozytywny	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27
Wzrost PKB*, r/r	3,3	4,5	5,0	6,8	6,4	5,8	5,1	4,5	3,9	3,8	3,6	3,4	3,4
Inflacja średnioroczna, r/r	5,2	6,3	6,2	5,5	6,0	5,4	5,0	5,6	4,6	4,4	4,1	2,7	2,7
Przec. wynagrodzenie, r/r	11,1	10,2	9,5	9,3	8,5	8,1	7,5	6,7	6,3	5,8	5,5	5,2	5,2
Stopa bezrobocia rejestrowanego	4,9	5,2	5,0	4,8	4,4	4,7	4,4	4,3	4,2	4,5	4,1	4,0	4,1
Stopa bezrobocia BAEL	2,7	2,8	2,8	2,6	2,3	2,4	2,2	2,2	1,8	2,2	2,0	1,9	1,7
Stopa referencyjna NBP (koniec okr.)	5,75	6,00	6,50	6,50	6,75	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25	5,00	4,75	4,50
WIBOR 3M (koniec okr.)	5,86	6,19	6,52	6,60	6,77	6,35	6,02	5,94	5,69	5,44	5,19	4,94	4,69
WIG (koniec okr.)	86230	91560	97184	103116	105078	106613	108148	109683	111217	112871	114525	116179	117832
WIG20 (koniec okr.)	2421	2574	2736	2908	2963	3007	3050	3093	3136	3183	3230	3276	3323

Źródło: Prognozy Citi Handlowy, NBP, GUS, Haver Analytics, Bloomberg
*wzrost PKB odsezonowany

Tabela 4 przedstawia prognozy w naszym scenariuszu bazowym, a także trzy poglądowe scenariusze „szokowe”.

- **Scenariusz szokowy 1** zakłada intensyfikację ryzyka geopolitycznego prowadzącego do ponownego szoku energetycznego i środowiska stagflacyjnego (znacząco wyższa inflacja i słaby wzrost). W takim scenariuszu deficyt budżetowy powiększa się, ponieważ rząd stara się wspierać gospodarkę, rozszerzając ochronę konsumentów przed wyższymi cenami energii. Bank centralny odpowiada odważnymi podwyżkami stóp procentowych. Kiedy inflacja zaczyna spadać, bank centralny stopniowo obniża stopy procentowe.
- **Scenariusz szokowy 2** to stylizowany scenariusz obrazujący możliwą reakcję gospodarki na duży niekorzystny szok popytu zewnętrznego. W takim scenariuszu polska gospodarka wchodzi w recesję, bezrobocie rośnie, a inflacja spada nawet pomimo deprecjacji krajowej waluty. Narodowy Bank Polski reaguje na te wydarzenia znaczącymi obniżkami stóp procentowych w celu wsparcia wzrostu gospodarczego i ustabilizowania inflacji. W takim scenariuszu pogorszenie sytuacji

fiskalnej mogłoby skutkować obniżeniem ratingu i wzrostem premii za ryzyko.

- **Scenariusz 3** to stylizowany scenariusz zakładający szok klimatyczny. Niekorzystne zjawiska klimatyczne (susze, powodzie) prowadzą do wzrostu inflacji, a władze skłaniają się ku bardziej agresywnej polityce klimatycznej przyspieszającej przejście na zieloną energię.

Tabela 4. Przykładowe scenariusze szokowe

Wskaźniki makroekonomiczne	Scenariusz bazowy				Scenariusz szokowy 1			Scenariusz szokowy 2			Scenariusz 3		
	2024E	2025F	2026F	2027F	Niskie prawdop.		Bardzo niskie prawdop.			Szok klimatyczny			
					2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	
Wzrost PKB (%)	2,5	3,8	3,4	3,1	1,2	0,8	-0,1	-1,0	2,2	3,5	2,5	2,1	
Konsumpcja indywidualna % r/r	3,0	3,5	2,9	2,9	0,8	0,5	0,6	1,0	2,6	3,2	2,3	1,9	
Inflacja (% r/r; średnia)	3,6	4,4	3,1	2,5	9,2	11,7	3,9	1,6	1,7	5,0	4,4	2,9	
Inflacja (% r/r; koniec okresu)	4,8	3,6	2,7	2,5	13,9	7,3	2,5	1,1	2,4	5,0	3,4	2,7	
Stopa referencyjna NBP (%; średnia)	5,75	5,29	4,00	4,25	7,21	8,75	4,50	1,54	1,92	5,54	4,88	4,25	
Stopa referencyjna NBP (%; koniec okresu)	5,75	4,75	3,75	3,75	9,00	7,50	2,25	1,50	2,25	5,50	4,25	4,25	
Stopa lombardowa, (%; koniec okresu)	6,25	5,25	4,25	4,25	9,50	8,00	2,75	2,00	2,75	6,00	4,75	4,75	
WIG20 (koniec okresu)	2320	2507	2654	2812	1783	2009	1642	1456	1640	2482	2627	2784	
WIG (koniec okresu)	82763	89441	94667	100298	63607	71674	58577	51922	58507	88547	93721	99295	
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	4,9	5,0	5,1	5,1	5,9	6,5	6,2	8,0	7,1	5,0	5,2	5,3	
Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce (% r/r)	11,0	8,4	6,5	5,5	9,0	10,4	7,1	4,0	3,5	8,6	7,2	5,5	
Ceny nieruchomości (hedoniczny indeks NBP, %)	10,0	3,5	2,5	2,5	-3,0	1,0	-3,0	0,5	1,5	3,0	2,0	2,0	
Polityka fiskalna													
Saldo sektora rządowego i samorząd. / PKB (%)	-5,8	-6,1	-4,9	-4,2	-7,4	-7,4	-8,0	-9,1	-8,2	-6,3	-5,3	-4,4	
Dług sektora rządowego i samorząd. / PKB (%)	54,8	59,7	62,5	63,2	61,5	63,5	67,4	76,3	79,0	60,0	63,0	64,1	
Rynki finansowe													
WIBOR ON (%; średnia)	5,23	5,28	4,00	3,75	7,20	8,75	4,49	1,54	1,92	5,53	4,88	4,25	
WIBOR 1M (%; średnia)	5,84	5,37	4,10	3,88	7,47	8,80	4,46	1,66	2,08	5,66	4,95	4,38	
WIBOR 3M (%; średnia)	5,86	5,38	4,13	3,94	7,67	8,76	4,35	1,71	2,17	5,71	4,96	4,44	
WIBOR 6M (%; średnia)	5,85	5,27	4,11	3,99	7,83	8,44	3,91	1,78	2,30	5,73	4,88	4,49	
WIBOR 12M (%; średnia)	5,79	4,97	4,10	4,04	8,03	7,70	3,15	1,91	2,43	5,62	4,75	4,54	
Rentowność obligacji 2-letnich (%; średnia)	5,03	4,53	4,00	3,80	7,10	7,20	3,18	2,56	2,99	5,16	4,84	4,67	
Rentowność obligacji 3-letnich (%; średnia)	5,09	4,65	4,10	3,90	6,86	6,98	3,43	2,88	3,20	5,16	4,88	4,74	
Rentowność obligacji 5-letnich (%; średnia)	5,32	4,96	4,66	4,46	6,86	6,96	3,98	3,45	3,73	5,40	5,17	5,05	
Rentowność obligacji 10-letnich (%; średnia)	5,54	5,10	4,86	4,80	6,80	6,86	4,49	3,89	4,09	5,58	5,33	5,24	
FX PLN/USD (średnia)	3,99	4,14	4,08	4,01	4,76	4,55	5,40	6,19	5,80	4,47	4,44	4,37	
FX PLN/EUR (średnia)	4,30	4,31	4,33	4,33	5,03	4,81	5,48	6,19	5,80	4,36	4,37	4,38	
FX PLN/CHF (średnia)	4,52	4,71	4,65	4,54	5,38	5,15	5,86	6,62	6,20	4,66	4,67	4,67	
Swap 2-letni (%; średnia)	5,20	4,63	4,10	3,90	7,05	7,25	2,88	2,16	2,79	5,16	4,84	4,67	
Swap 3-letni (%; średnia)	4,93	4,62	4,20	4,00	6,46	6,78	2,83	2,08	2,70	5,03	4,88	4,74	
Swap 5-letni (%; średnia)	4,79	4,49	4,37	4,21	6,06	6,36	2,98	2,25	2,93	4,83	4,78	4,70	
Swap 10-letni (%; średnia)	4,89	4,53	4,53	4,50	5,80	6,11	2,49	2,09	2,89	4,90	4,90	4,84	

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics, Bloomberg, GUS, NBP

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.trzciolok@citi.com

Aleksandra Siuzdak

Stażystka
aleksandra.siuzdak@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

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.