

19 maja 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Szklanka w połowie pełna

- W ostatnich tygodniach stopniowo narastały obawy o to, czy polska gospodarka może w tym roku podtrzymać dynamiczne tempo wzrostu. Przyczyniły się do tego relatywnie słabe dane o sprzedaży detalicznej oraz produkcji w pierwszych miesiącach roku, sugerujące wyhamowanie gospodarki. W tym kontekście ubiegłotygodniowe dane o wzroście PKB w I kwartale były z uwagą wyczekiwane przez ekonomistów i nie będzie przesadą, jeżeli stwierdzimy, że oczekiwania nie były zbyt wygórowane.

- Ponieważ ostateczna publikacja GUS pokazała wzrost na poziomie zgodnym z prognozami analityków (3,2% r/r), a odczyt za IV kwartał został zrewidowany w dół, na pierwszy rzut oka wyniki te trudno uznać za satysfakcjonujące. W rzeczywistości jednak naszym zdaniem najnowsze dane potwierdzają wyjątkowo dużą odporność polskiej gospodarki. Po pierwsze, wynik za pierwszy kwartał był pod negatywnym wpływem mniejszej liczby dni roboczych głównie dlatego, że ubiegły rok był rokiem przestępnym. Gdyby spojrzeć na dane oczyszczone z tego typu efektów kalendarzowych, to wzrost w I kwartale wyniósł 3,8% i był nawet wyższy niż długoterminowa średnia dla polskiej gospodarki.

- Po drugie, wyniki należy rozpatrywać przez pryzmat otoczenia zewnętrznego. Niemcy będące głównym partnerem handlowym Polski pozostawały w recesji (w ujęciu rok-do-roku), a wzrost w całej UE wyniósł zaledwie 1,4%. Spoglądając na to trochę inaczej – historycznie w ciągu ostatnich 10 lat wzrost gospodarczy w Polsce był średnio o 2 punkty proc. wyższy niż w całej Unii Europejskiej, a w I kwartale br. ta różnica była nawet większa i sięgnęła 2,4 pkt. (wykres 1). W sumie jak na uwarunkowania zewnętrzne wynik polskiej gospodarki wydaje się całkiem niezły.

- Otwarte pozostaje pytanie jak gospodarka będzie sobie radzić w kolejnych kwartałach. Ubiegłotygodniowe porozumienie handlowe między Stanami oraz Chinami zmniejsza ryzyko wystąpienia recesji w Stanach, co jest bezspornie pozytywną informacją dla Europy. Z drugiej strony ryzyko znacznych i nieprzewidywalnych zmian w polityce handlowej wcale nie zniknęło i może ciążyć na aktywności inwestycyjnej firm działających na światowych rynkach. Nasza prognoza zakłada, że w całym 2025 roku polska gospodarka wzrośnie o około 3,9%, wobec 2,9% w poprzednim roku. Po publikacji ubiegłotygodniowych danych o PKB w I kwartale nie widzimy potrzeby rewizji tych prognoz, choć przy niesprzyjającym otoczeniu zewnętrznym ryzyko widzimy po stronie nieco słabszego wyniku. Prawdziwym wyzwaniem może być 2026 rok, szczególnie jeżeli podtrzymane zostaną dotychczasowe plany stopniowego zacieśnienia fiskalnego.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

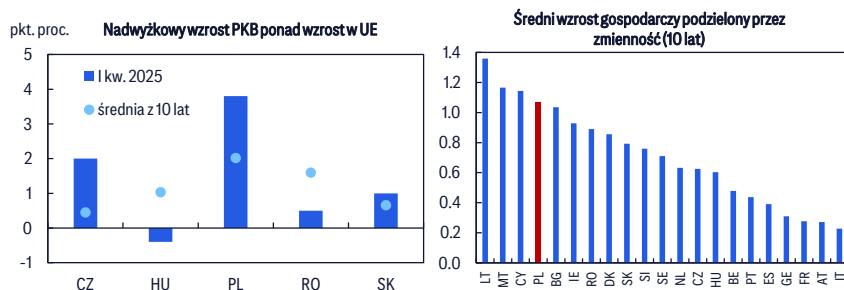
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

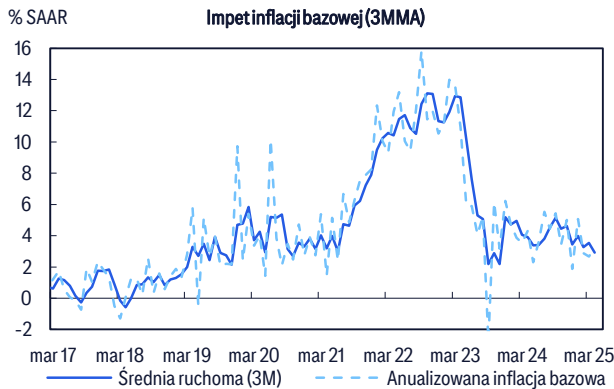
aleksandra.siuzdak@citi.com

Wykres 1. Gospodarka polska niezmiennie wyróżnia się na tle UE


Źródło: Eurostat, szacunki Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja bazowa traci swój rozpęd

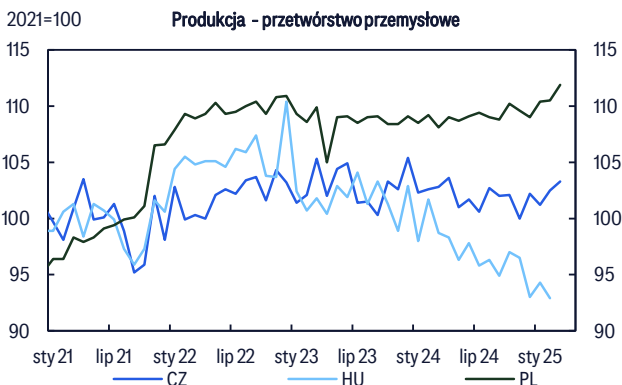


Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane NBP

- Przez większość 2024 roku oczekiwania zauważalnego osłabienia inflacji bazowej wyglądały na myślenie życzeniowe. Niemniej dane z ostatnich miesięcy pokazują, że ten proces rzeczywiście postępuje. W kwietniu wszystkie wskaźniki inflacji bazowej wyraźnie spadły, a najczęściej obserwowany wskaźnik po wyeliminowaniu żywności, energii i paliw obniżył się do 3,4% r/r, a więc do poziomu spójnego z celem RPP.

- Co więcej, z miesiąca na miesiąc ceny bazowe rosną w tempie nieco przekraczającym 0,2% m/m (po wyeliminowaniu wpływu sezonowości). Ten relatywnie słaby wzrost cen nie miał jeszcze szans w pełni uwzględnić ostatniego spowolnienia dynamiki wynagrodzeń. Można więc przypuszczać, że w miarę jak normalizacja na rynku pracy zacznie wpływać na ceny, inflacja bazowa ma szansę jeszcze bardziej wyhamować.

Wykres 3. Polski przemysł dotychczas radził sobie dobrze

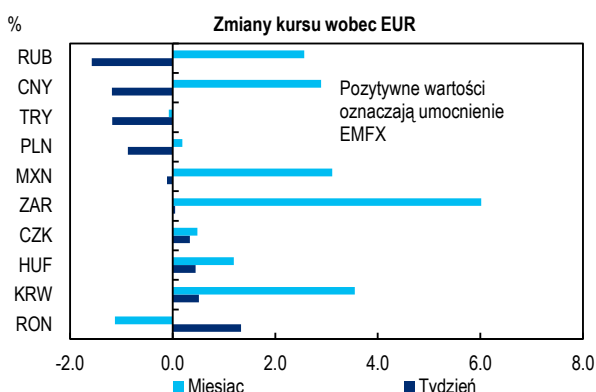


Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

- W rozpoczynającym się tygodniu poznamy serię danych o aktywności gospodarczej w kwietniu. W przypadku produkcji przemysłowej spodziewamy się wzrostu o 2% r/r, a więc wyniku lepszego niż konsensus rynkowy (-0,1%). Poprawa polskiego indeksu PMI w ostatnich miesiącach oraz stopniowy wzrost PMI dla Niemiec wskazują na pewną przestrzeń do odbicia. Na tle innych krajów regionu krajowe firmy z sektora przetwórczego wydają się zdecydowanie bardziej odporne

- W przypadku danych z rynku pracy oczekujemy wzrostu przeciętnych wynagrodzeń o około 8,3%. Byłby to wynik zbliżony do odczytu marcowego i jednocześnie spójny ze scenariuszem stopniowego słabnięcia żądań płacowych.

Wykres 4. Złoty lekko słabnie



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Najbliższe kilka dni mogą być interesujące na rynkach finansowych. W piątek agencja Moody's obniżyła ocenę wiarygodności kredytowej Stanów Zjednoczonych o jeden punkt z Aaa do Aa1 (perspektywa stabilna). Moody's była dotychczas jedyną główną agencją ratingową, która utrzymywała najwyższy rating USA. Jeżeli chodzi o reakcję rynkową, jak na razie była ona umiarkowana.

- W kraju uwaga kieruje się na politykę. Rezultat pierwszej tury wyborów prezydenckich pozostawia dużą niepewność co do wyniku zaplanowanej na 1 czerwca drugiej tury. Główne pytanie, które inwestorzy będą sobie zadawać będzie dotyczyło tego czy po wyborach rząd będzie miał możliwość wprowadzania w życie ustaw, czy też będzie musiał liczyć się z poważnym ryzykiem weta. Bez takiej możliwości prognozy fiskalne na najbliższe lata wymagałyby istotnych zmian (podniesienia prognoz deficytu fiskalnego).

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
19 maj PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	IV	2.2	2.2	2.2
20 maj WTOREK							
08:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	IV	--	-0.6	-0.2
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	V	-16.5	-16.0	-16.7
21 maj ŚRODA							
10:00	PL	Płace	% r/r	IV	8.3	8.1	7.7
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	IV	2.0	-0.1	2.5
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	IV	-0.8	-0.9	-0.9
22 maj CZWARTEK							
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	V	49.5	49.6	49.0
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	V	49.0	49.0	48.4
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	V	87.2	87.5	86.9
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	V	50.2	50.5	50.1
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	V	49.7	49.3	49.0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	231	230	229
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	V	50.5	49.9	50.2
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	V	50.5	51.0	50.8
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	IV	4.13	4.10	4.02
23 maj PIĄTEK							
08:00	DE	PKB - odczyt finalny	% kw/kw	Q1	--	0.2	0.2
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	IV	0.700	0.690	0.724

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	682	690	809	907	1049	1110
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3609	3876	4117
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	24170	28028	29664
Populacja (mln)	38.4	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	5.2	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.2	5.0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.9	3.2
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.6	1.5	4.8	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.7	4.0	3.5	2.9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.7	3.3
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	1.2	4.4	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	3.3	4.1	5.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	3.4	2.3
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.9	2.7
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	7.9	6.1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.50	3.50
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.51	3.63
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.90	4.80	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.59	3.80
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.70	3.71
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.30	4.32
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.27	4.31
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.6	-1.6
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	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-42.8	-46.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.0	-4.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.3	-3.2	-2.1
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.7	39.4	35.6	44.0	48.2	51.2

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

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej
+48 (22) 692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciołek, CFA

Starszy Ekonomista
+48 (22) 657-7750
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

Stażystka
aleksandra.siuzdak@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

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 jedynego 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 tożsamych 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.