

26 maja 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Tydzień do wyborów, rynki spokojne

- Do drugiej tury wyborów prezydenckich pozostał mniej niż tydzień, jednak rynki finansowe na razie wydają się praktycznie nie reagować na napływające informacje. Może to wynikać z faktu, że w polskim systemie prawnym prezydent zazwyczaj ma ograniczony wpływ na kierunek polityki gospodarczej, oczywiście poza przysługującym mu prawem wetowania ustaw. Niemniej w obecnej sytuacji gospodarczej ta ostatnia prerogatywa może mieć znaczenie. Od czasu wybuchu wojny w Ukrainie deficyt zaczął wyraźnie rosnąć, a polityka fiskalna weszła na ścieżkę, która może być w dłuższym horyzoncie nie do utrzymania. Korekta dotychczasowego kursu może wymagać podwyżek niektórych podatków lub redukcji wydatków, a więc działań w przypadku których zgoda prezydenta będzie wymagana.

- Gdyby polityka budżetowa miała pozostać na dotychczasowym kursie deficyt utrzymywałby się na poziomie zbliżonym do 6% PKB, a dług sektora rządowego i samorządowego mógłby sięgnąć 70% PKB w ciągu najbliższych pięciu lat. Gdyby optymistycznie założyć, że pomimo wzrostu długu rentowności obligacji ustabilizowałyby się średnio w okolicach 5%, ponoszone przez budżet koszty obsługi długu wzrosłyby do 3,5% PKB (wobec 2,2% w minionym roku). W takiej sytuacji w budżecie kurczyłaby się przestrzeń na inne wydatki, co bardzo ograniczałoby pole manewru Ministerstwu Finansów i uniemożliwiałoby prowadzenie aktywnej polityki fiskalnej.

- W scenariuszu w którym deficyt fiskalny przez lata pozostaje na wysokim poziomie jak najbardziej zasadne wydaje się pytanie o to, jak odpowiedziałaby Rada Polityki Pieniężnej. Na razie rynki finansowe wyceniają scenariusz bardzo istotnych obniżek stóp procentowych ze stopą referencyjną spadającą w przyszłym roku do 3,5% z obecnego poziomu 5,25%. Taki scenariusz wydaje się co prawda możliwy w przypadku zacieśnienia fiskalnego, jednak naszym zdaniem staje się on mało prawdopodobny w sytuacji, gdy cięcia wydatków lub zmiany podatków są blokowane lub odkładane w czasie. Zresztą ostatnie komunikaty RPP oraz wypowiedzi jej członków jasno sygnalizują, że niepewność dotycząca polityki fiskalnej jest potencjalną przeszkodą dla obniżek. Dlatego najbliższe dni mogą być bardzo ciekawe dla inwestorów, gdyż mają szansę rozwiązać wątpliwości w sprawie kierunku przyszłej polityki budżetowej. Utrzymanie fiskalnego status quo mogłoby prowadzić do zmiany wycen rynkowych i wzrostu rentowności/rynkowych stóp.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

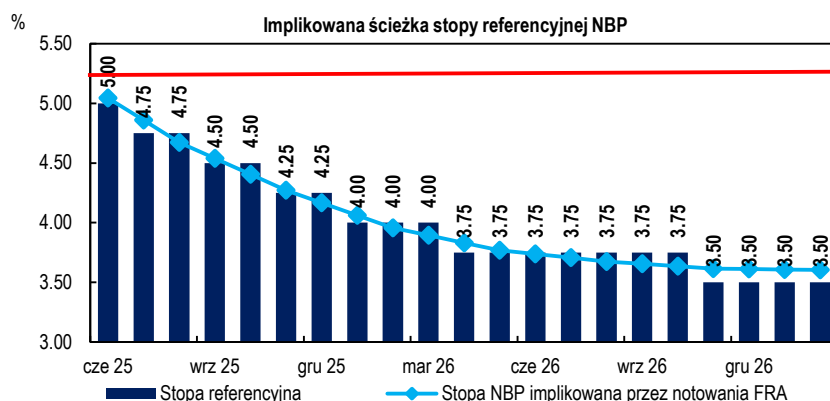
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

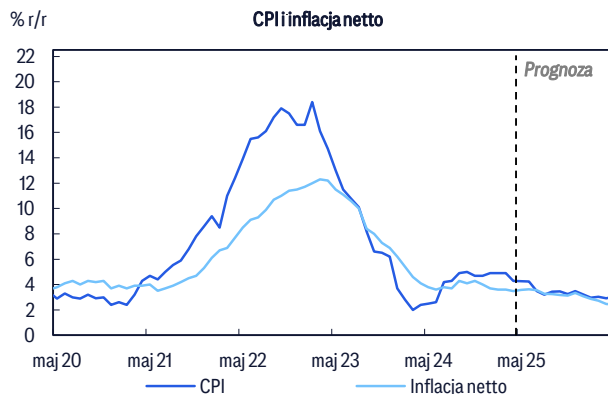
aleksandra.siuzdak@citi.com

Wykres 1. Rynki finansowe wyceniają wciąż scenariusz głębokich cięć stóp przez RPP

Źródło: Bloomberg, szacunki Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

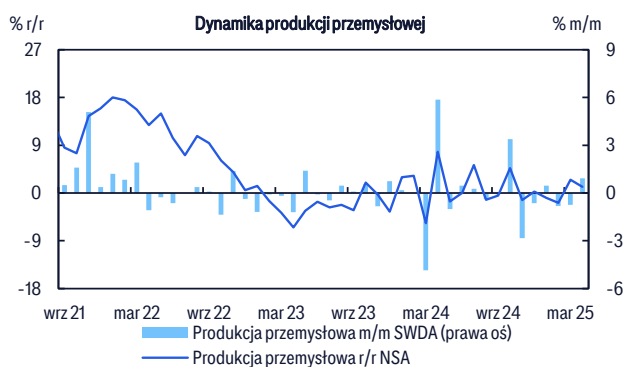
Wykres 2. W maju inflacja utrzymała tempo?



Źródło: Prognozy Citi Handlowy, GUS, NBP

- W piątek poznamy wstępny odczyt inflacji CPI za maj. Szacujemy, że wskaźnik cen utrzymał swoje tempo wzrostu z kwietnia i wyniósł 4,3% r/r, jednak widzimy ryzyko nieco niższego odczytu.
- Według naszych szacunków, w ujęciu miesięcznym ceny żywności zanotowały wzrost o 0,3%, ceny energii pozostały bez zmian, natomiast ceny paliw obniżyły się o niemal 3%.
- Spodziewamy się, że w drugiej połowie roku inflacja znajdzie się w górnym przedziale dopuszczalnych przez NBP odchyień od celu inflacyjnego (2,5% +/- 1 pp) i będzie utrzymywać się do końca roku w tych okolicach.

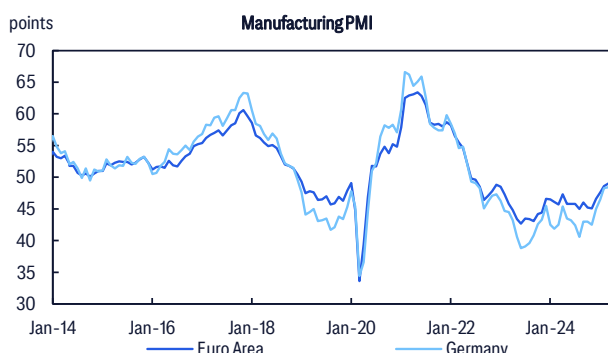
Wykres 3. Dane z polskiej gospodarki powyżej oczekiwań



Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Produkcja przemysłowa w kwietniu zwiększyła się o 1,2% r/r wobec 2,5% r/r w marcu, przewyższając oczekiwania rynkowe na poziomie -0,2% r/r. W miesięcznym i odsezonowanym ujęciu produkcja zwiększyła się o 1%. Biorąc pod uwagę lepsze odczyty PMI dla polskiego przemysłu, nowe dane mogą być pierwszymi oznakami ożywienia w sektorze, chociaż przy tej okazji warto odnotować, że miesięczne dane z polskiej gospodarki cechują się dużą zmiennością.
- Jeżeli chodzi o rynek pracy, wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw zwiększyły się o 9,3% r/r wobec 7,7% r/r w marcu. Odczyt okazał się być wyższy zarówno od naszych jak i rynkowych oczekiwań (odpowiednio: 8,3% r/r i 8,1% r/r). Do wyższego wyniku mogły przyczynić się wypłaty premii i bonusów związanych ze świętami wielkanocnymi w niektórych sektorach.

Wykres 4. Przemysłowy PMI w strefie euro nieco bliżej 50 pkt



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Seria wstępnych odczytów indeksów PMI dla strefy euro za maj okazała się zaskoczeniem głównie ze względu na niższy od oczekiwań usługowy PMI. W całej strefie euro indeks PMI dla usług spadł poniżej granicy, która oddziela ekspansję od recesji (50 pkt) i wyniósł 48,9 pkt.
- Jeżeli chodzi o przemysłowy PMI, odnotowano niewielki wzrost indeksu o 0,4 pkt do 49,4 pkt. Według badania, w maju w przemyśle zgłaszano wzrost produkcji oraz stabilizację liczby nowych zamówień oraz poprawę nastrojów. W rozbiciu na poszczególne gospodarki strefy euro, zauważalny wzrost odnotowano we Francji (49,5 pkt vs. 48,7 pkt), a nieco skromniejszy w Niemczech (48,8 pkt vs. 48,4 pkt).

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
26 maj PONIEDZIAŁEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IV	2.0	3.4	-0.3
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	IV	--	5.2	5.3
27 maj WTOREK							
14:00	HU	Decyzja MNB	%	V	6.5	6.5	6.5
29 maj CZWARTEK							
14:30	USA	PKB - drugi odczyt	% kw/kw	Q1	--	-0.3	-0.3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	226	--	227
30 maj PIĄTEK							
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	V	4.3	4.3	4.3
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	V	--	2.1	2.1
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	IV	0.3	0.3	0.5
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	IV	0.4	0.2	0.7
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	IV	0.1	0.1	0
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	IV	0.1	0.1	0
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	V	--	50.8	50.8

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 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 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.