

22 kwietnia 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Niższy wzrost i niższa inflacja

- Efekty wprowadzonych ceł amerykańskich będą w najbliższych miesiącach ujawniać się w danych, ale już teraz znajdują odzwierciedlenie w oczekiwaniach i prognozach. Chociaż polscy eksporterzy mają relatywnie niewielką bezpośrednią ekspozycję na amerykański rynek, nie wystarczy to aby ochronić gospodarkę przed efektami wojny celnej. Głównym problemem jest nie tylko wysokość ceł, lecz również ich powszechność, a więc fakt, że nowe stawki mają objąć praktycznie wszystkie gospodarki świata. Co więcej, w przypadku Chin – kluczowego globalnego producenta – stawki celne są ustalone na zaporowym poziomie.

- Jest możliwe, a nawet prawdopodobne, że ostateczne poziomy stawek celnych będą niższe niż sugerowały to pierwotne propozycje. Nie zmienia to jednak faktu, że będą one znacznie wyższe niż dotychczas. Ponadto, na tym etapie mroząco na gospodarkę wpływają nie tyle same cła, co raczej związana z nimi niepewność. Nawet gdyby cła ostatecznie miały pozostać w dużym stopniu niezmienione, szkoda w postaci wstrzymanych inwestycji i wolniejszego wzrostu już się praktycznie dokonała. Trudno bowiem oczekiwać, że firmy działające na międzynarodowych rynkach są w tych okolicznościach gotowe rozpocząć nowe duże projekty.

- Spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach widoczne będą oznaki tąpnięcia aktywności gospodarczej w Stanach, a pod koniec bieżącego roku i na początku 2026 roku zobaczymy efekty spowolnienia w Polsce. Biorąc to pod uwagę obniżyliśmy prognozę tegorocznego tempa wzrostu PKB zaledwie o 0,1 pp, ale przyszłoroczny wzrost o 0,4 pp (odpowiednio do 3,9 oraz 3,2%). W sumie skumulowany efekt na poziomie 0,5 pp jest o ponad połowę większy niż sugerowałyby to powiązania bilateralne (przy założeniu realistycznej elastyczności amerykańskiego importu). Z drugiej strony przyjęta przez nas skala rewizji PKB jest i tak znacznie mniejsza niż wskazywałyby duże modele prognostyczne (stosowany czasami przez nas model Oxford Economics wskazuje na skumulowany efekt na poziomie przynajmniej 0,8pp). Ten relatywny optymizm związany jest z założeniem, że w przypadku negatywnego szoku celnego polityka gospodarcza w Polsce będzie bardziej akomodacyjna.

- W scenariuszu z wyższymi cłami inflacja w Polsce może być zauważalnie niższa. Naszym zdaniem może to obniżyć poziom cen łącznie o około 0,5pp do końca przyszłego roku, choć ryzyko widzimy po stronie znacznie głębszego spadku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

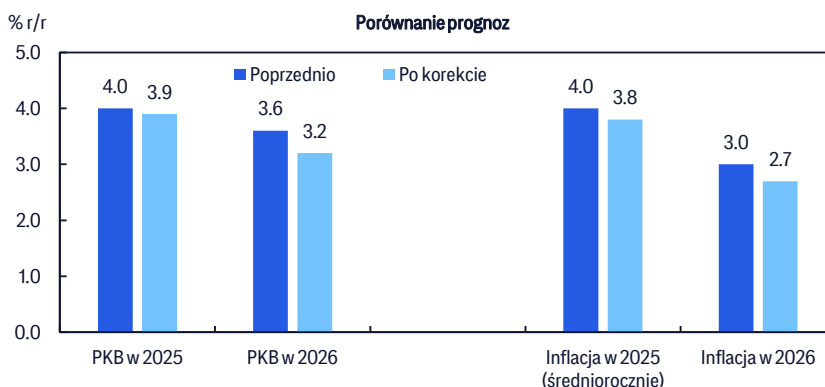
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

aleksandra.siuzdak@citi.com

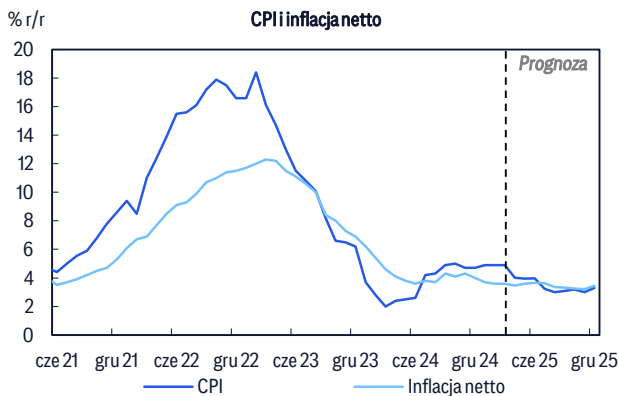
Wykres 1. Wyższe cła obniżają wzrost gospodarczy i inflację



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja w marcu prawdopodobnie osiągnęła swój szczyt

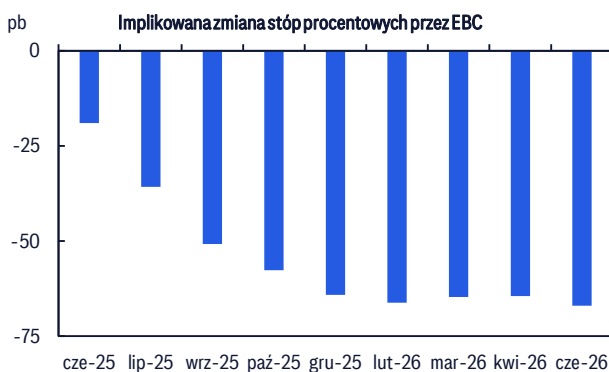


- Finalny odczyt inflacji za marzec potwierdził wcześniejszy szacunek na poziomie 4,9% r/r, utrzymując tym samym tempo wzrostu z lutego. Podobnie inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) nie zmieniła się w porównaniu do poprzedniego miesiąca i wyniosła 3,6% r/r w marcu. Impet inflacji bazowej ukształtował się na poziomie 0,3% (trzymiesięczna, odsezonowana średnia).

- Naszym zdaniem w marcu inflacja osiągnęła swój szczyt, między innymi ze względu na efekt bazy statystycznej, który uwidoczni się w kwietniu. Ponadto, spowalniający wzrost płac powinien przełożyć się na nieco niższą dynamikę wzrostu cen w usługach. Oczekujemy, że w kwietniu wskaźnik cen obniży się do okolic 4%, natomiast w grudniu widzimy inflację nawet poniżej 3,5%.

Źródło: NBP, GUS, szacunki Citi Handlowy

Wykres 3. EBC z kolejną obniżką

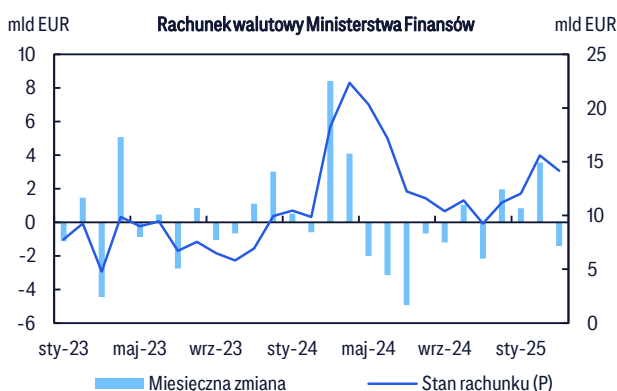


- Europejski Bank Centralny kontynuuje cykl łagodzenia polityki pieniężnej i w minionym tygodniu obniżył stopę depozytową o 25 pb do 2,25%. Decyzja była zgodna z naszymi oraz rynkowymi oczekiwaniami. Rada Prezesów nie zobowiązała się do określonej ścieżki stóp procentowych, a kolejne decyzje mają być podejmowane na podstawie bieżących danych. Niemniej, prezes Lagarde po posiedzeniu podkreśliła gotowość do działania i elastyczność w obliczu zmieniających się okoliczności.

- Zaostrzenie barier handlowych przez Stany Zjednoczone prawdopodobnie będzie oznaczać zarówno niższy wzrost gospodarczy w strefie euro, jak i niższą inflację. Naszym zdaniem skłoni to EBC do dalszych obniżek - kolejnego cięcia spodziewamy się w czerwcu.

Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

Wykres 4. W marcu spadła środków walutowych w dyspozycji MF



- W ostatnich miesiącach środki walutowe w posiadaniu Ministerstwa Finansów zauważalnie rosły i od listopada 2024 do lutego 2025 zwiększyły się o 6,3 mld EUR, co było wynikiem emisji obligacji oraz napływem środków z UE.

- W marcu rachunek walutowy MF zmniejszył się o 1,4 mld EUR a płatności kuponowe oraz kapitałowe od długu zagranicznego wyniosły łącznie zaledwie 241 mln EUR.

- Nasze szacunki wskazują, że po uwzględnieniu napływu środków, wymiana walut przez MF wyniosła 2,1 mld EUR. Z tego ponad 60% była wymieniana w banku centralnym, a reszta bezpośrednio na rynku. Naszym zdaniem, Ministerstwo Finansów wciąż nie jest zainteresowane umocnieniem złotego i większość transakcji dokonywana jest z NBP, aby nie wywierać dodatkowej presji na notowania złotego.

Źródło: szacunki Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
22 kwi WTOREK							
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	IV	-20	-15	-14,5
23 kwi ŚRODA							
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	IV	--	47,8	48,3
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	IV	--	50,3	50,9
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	III	2	--	-0,5
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	IV	46,9	47,8	48,6
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	IV	50,3	50,5	51
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	III	--	--	9,1
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	IV	50	49,3	50,2
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	IV	53,6	53	54,4
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	III	0,693	0,680	0,676
24 kwi CZWARTEK							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	III	--	--	5,4
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	IV	84	85,4	86,7
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	III	6,8	1,5	1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	218	--	215
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	III	4,18	4,14	4,26
25 kwi PIĄTEK							
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	IV	--	50,7	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	995	1076
Nominalny PKB (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
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	6.3	7.8
Spożycie ogółem (% 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
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	3.3	2.3
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.8	2.7
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	4.50	3.50
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.52	3.69
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	3.86	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
Bilans płatniczy (mld USD)								
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	-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	-1.8	-3.5	-5.1	-6.0	-5.8	-4.4
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	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

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 tożsamy 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.