

18 sierpnia 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Cła na razie nie hamują wzrostu, ale osłabiają inflację

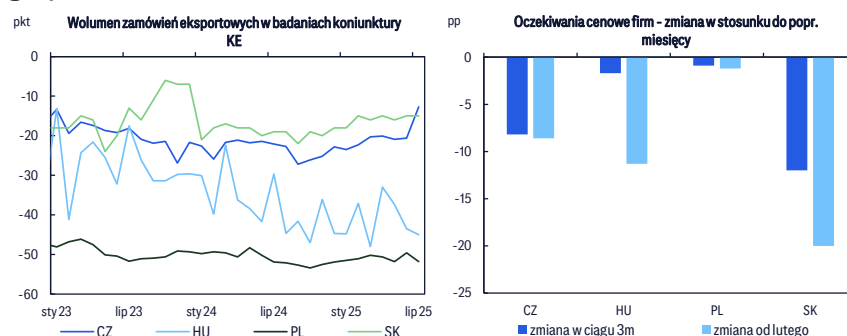
- Publikowane w tym tygodniu dane mogą rzucić trochę więcej światła na to, w jakim stopniu amerykańskie cła odbijają się na polskiej gospodarce. W poniedziałek Eurostat ma bowiem opublikować dane o handlu zagranicznym w UE w czerwcu, a w czwartek GUS poda informacje o produkcji przemysłowej w lipcu.

- Dotychczas dostępne informacje nie dają jednoznacznego obrazu. Z jednej strony produkcja przemysłowa okazała się w maju i czerwcu słabsza od prognoz, a eksport wydawał się wytracać swój impet. Z drugiej strony, wahania produkcji oraz eksportu pozostają w granicach zwyczajnej zmienności obserwowanej w gospodarce i trudno je uznać za bardzo zaskakujące. Gdyby spojrzeć na „miękkie dane”, a więc na wyniki ankiet i badań koniunktury, to choć wskaźnik zamówień eksportowych pogorszył się w stosunku do okresu sprzed ogłoszenia amerykańskich ceł, spadek ten był jednak marginalny (wykres 1).

- W sumie relatywna odporność polskiej gospodarki na amerykańskie cła jest zgodna z tym, czego można było spodziewać się jeszcze kilka miesięcy temu. Ze względu na niewielki udział USA w polskim eksporcie polskie firmy nie odczuwają aż tak bardzo zmian w amerykańskiej polityce handlowej, jak na przykład producenci z Azji. Wciąż wydaje się, że największym zagrożeniem jest nie tyle bezpośredni wpływ nowych ceł, co raczej efekt pośredni (poprzez spowolnienie na świecie), jednak na ewentualne uwidocznienie się tych efektów będzie trzeba poczekać dłużej, prawdopodobnie kilka miesięcy. Na tym etapie można jednak stwierdzić, że sam fakt, iż kraje UE uzyskały lepsze warunki celne niż wiele innych gospodarek częściowo chroni polskich producentów.

- Co ciekawe, o ile nowe cła nie odbijają się na razie na aktywności gospodarczej, najprawdopodobniej zaczęły one już wywierać wpływ na procesy cenowe. W samej Polsce nie jest to na razie widoczne, ale w innych krajach regionu od lutego wyraźnie pogorszyły się oczekiwania cenowe firm (prawy wykres poniżej). Może to odzwierciedlać rosnącą konkurencję ze strony firm z krajów objętych wyższymi stawkami celnymi, a przez to zmuszonych aby konkurować cenami na rynkach światowych. Jeżeli ta tendencja miałaby się utrzymać w kolejnych kwartałach oznaczałoby to zwiększenie presji na obniżenie inflacji cen towarów, pozwalając bankom centralnym na świecie na dalsze obniżki stóp procentowych. Innymi słowy, chociaż wprowadzenie wyższych ceł jest proinflacyjne w Stanach Zjednoczonych, jednak dla pozostałych krajów ma ono efekt deflacyjny.

Wykres 1. Na razie amerykańskie cła miały niewielki wpływ na dane z polskiej gospodarki



Źródło: Komisja Europejska, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

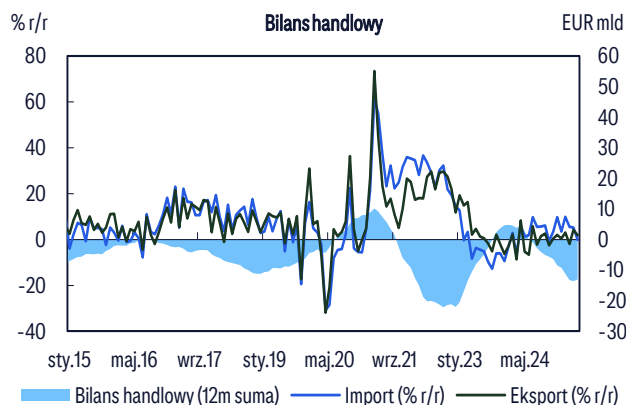
arkadiusz.trzciol@cit.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

Tydzień w wykresach

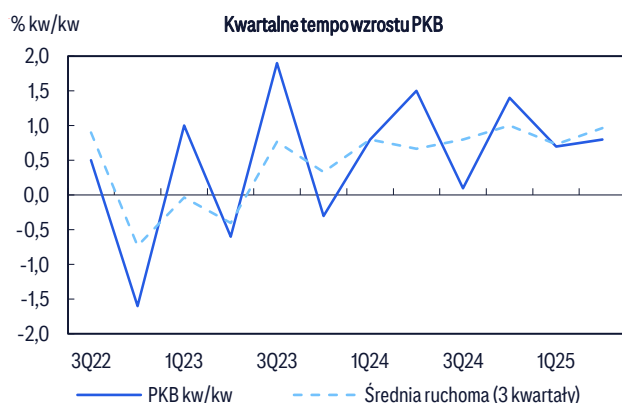
Wykres 2. Czerwiec z nadwyżką na rachunku bieżącym



- W czerwcu saldo rachunku bieżącego było dodatnie i wyniosło 651 mln euro, wobec deficytu w wysokości 1,84 mld euro w maju. Poprawa wynikała głównie ze wzrostu salda obrotów towarowych, które po raz pierwszy od ponad roku odnotowało dodatnią wartość (59 mln euro). Bilans handlowy poprawił się dzięki wzrostowi eksportu o 1,9% r/r oraz ograniczeniu importu o 0,2% r/r (dzięki spadkowi cen ropy naftowej, który ograniczył nominalną wartość importowanych surowców).
- Struktura eksportu pokazuje, że szczególnie szybko rosną kategorie, w których sprzedaż ma charakter re-eksportu (odzież, zabawki, produkty farmaceutyczne). Jednocześnie udział eksportu dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku, co może wskazywać na utrzymującą się słabość popytu zagranicznego.

Źródło: Citi Handlowy, NBP

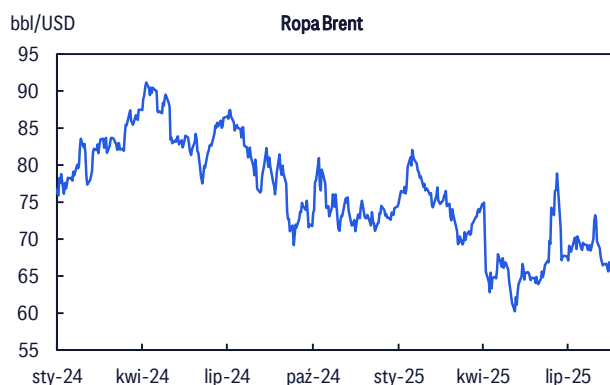
Wykres 3. PKB zgodny z oczekiwaniami rynkowymi



- Według wstępnych szacunków, w II kw. bieżącego roku PKB Polski wzrósł o 3,4% r/r, co oznacza lekkie przyspieszenie w porównaniu z 3,2% r/r w I. kw. Wynik był zgodny z konsensusem rynkowym, choć nieco niższy od naszej prognozy (3,5% r/r). W ujęciu kwartalnym wzrost gospodarczy pozostał relatywnie wysoki (0,8% kw/kw). Mimo, że szczegółowa struktura PKB nie jest jeszcze dostępna, przypuszczamy, że głównym czynnikiem wzrostu były pozytywne tendencje w konsumpcji prywatnej oraz umiarkowany wzrost inwestycji.
- Prognozę wzrostu PKB na 2025 r. utrzymujemy na poziomie 3,7%, przy czym bilans ryzyk oceniamy jako lekko negatywny. Największą niewiadomą pozostaje potencjalny wpływ ceł nałożonych przez Stany Zjednoczone na handel z UE, który może obniżyć popyt na polskie towary.

Źródło: Citi Handlowy, GUS

Wykres 4. Bez przełomu w negocjacjach pokojowych



- Piątkowe rozmowy między prezydentami USA oraz Rosji nie przyniosły żadnych namacalnych efektów. Z punktu widzenia gospodarczego oznacza to, że scenariusz szybkiego złagodzenia zachodnich sankcji wobec Rosji jest mało prawdopodobny. Jednocześnie jednak równie mało prawdopodobne jest zaostrzenie sankcji przez USA (prezydent Trump stwierdził, że nie ma planów nakładania sankcji lub dodatkowych ceł na Chiny w związku z zakupami przez Chiny rosyjskiej ropy).
- W dalszej części tygodnia uwaga inwestorów zapewne skupi się na corocznym sympozjum ekonomicznym w Jackson Hole (21-23.08). Oczekujemy, że prezes Powell zasygnalizuje możliwość obniżek stóp przez Fed w kolejnych miesiącach, choć zapewne powstrzyma się od wskazania, że do obniżki dojdzie we wrześniu.

Źródło: Citi Handlowy, Reuters

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
18 sie PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	VII	3,3	3,4	3,4
19 sie WTOREK							
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	VII	1.412	1.390	1.393
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	VII	1.283	1.300	1.321
20 sie ŚRODA							
09:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	VII	--	-1,3	-1,3
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	VII	2,0	2,0	2,0
21 sie CZWARTEK							
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	VIII	49,1	48,9	49,1
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	VIII	48,7	48,6	48,5
10:00	PL	Płace	% r/r	VII	8,1	8,6	9,0
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	VIII	50,6	50,8	51,0
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	2,2	1,6	-0,1
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	VIII	49,7	49,5	49,8
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VII	-0,4	-0,8	-0,8
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	VII	--	-1,4	-1,8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	228	--	224
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	VIII	--	--	15,9
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	VIII	49,7	--	49,8
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	VIII	55,4	--	55,7
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VII	3.940	3.900	3.930
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	VIII	-15,0	-14,9	-14,7
22 sie PIĄTEK							
08:00	DE	PKB - odczyt finalny	% kw/kw	Q2	-0,1	-0,1	-0,1

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	690	697	813	915	1065	1120
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3900	4162
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28482	29947
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	5.3	5.1
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.7	3.7
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-2.2	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.6	3.5
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.8	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.2	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3
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	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.51	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.10	4.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.62	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.66	3.71
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.24	4.26
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.23	4.24
Bilans płatniczy (mld USD)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.3
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.7	-1.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-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	-6.2	-5.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.7

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

Anastazja Nagórka

Stażystka
anastazja.nagorka@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 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.